

TALLINNA TEHNIKAÜLIKOOL  
Majandusteaduskond  
Majandusanalüüsi ja rahanduse instituut

Martin Vomm

**BÖRSIETTEVÕTTE ÕIGLASE VÄÄRTUSE HINDAMINE AS  
TALLINNA KAUBAMAJA GRUPP NÄITEL**

Bakalaureusetöö

Juhendaja: lektor Kristjan Liivamägi

Tallinn 2017

Olen koostanud töö iseseisvalt.

Töö koostamisel kasutatud kõikidele teiste autorite töödele,  
olulistele seisukohtadele ja andmetele on viidatud.

Martin Vomm .....

(allkiri, kuupäev)

Üliõpilase kood: 142347

Üliõpilase e-posti aadress: martinvomm@gmail.com

Juhendaja lektor Kristjan Liivamägi:

Töö vastab bakalaureusetööle esitatud nõuetele

.....

(allkiri, kuupäev)

Kaitsmiskomisjoni esimees:

Lubatud kaitsmisele

.....

(ametikoht, nimi, allkiri, kuupäev)

## SISUKORD

ABSTRAKT .....	5
SISSEJUHATUS .....	6
1. ETTEVÖTTE VÄÄRTUSE HINDAMISE TEOREETILISED ALUSED .....	8
1.1. Ettevõtte väärtuse hindamise põhiolemus ja eesmärk .....	8
1.2. Diskonteeritud rahavoogude meetod .....	11
1.3. Hindamine suhtarvude võrdlemise alusel .....	15
2. AS TALLINNA KAUBAMAJA GRUPP VÄÄRTUSE HINDAMINE .....	19
2.1. AS Tallinna Kaubamaja Grupp tutvustus .....	19
2.1.1. Tallinna Kaubamaja Grupp põhilised finantsnäitajad .....	21
2.2. Ettevõtte väärtuse hindamine diskonteeritud rahavoogude meetodi alusel .....	23
2.2.1. Tallinna Kaubamaja Grupp vabade rahavoogude koostamine ja prognoos .....	23
2.2.2. Kapitali kaalutud keskmise hinna ja terminaalväärtuse leidmine .....	26
2.2.3. Tallinna Kaubamaja Grupp väärtuse hindamine ja sensitiivsusanalüüs.....	31
2.3. Tallinna Kaubamaja Grupp hindamine suhtarvude võrdlemise alusel .....	33
2.4. Saadud tulemuste hindamine ja arutus.....	36
KOKKUVÕTE .....	39
VIIDATUD ALLIKAD .....	41
SUMMARY .....	44

LISAD .....	46
Lisa 1. Tallinna Kaubamaja Grupp AS konsolideeritud kasumiaruanne 2016.....	46
Lisa 2. Tallinna Kaubamaja Grupp AS konsolideeritud kasumiaruanne 2011.....	47

## **ABSTRAKT**

Lõputöö põhieesmärk on leida diskonteeritud rahavoogude meetodil Tallinna Kaubamaja Grupi õiglane väärtus ning võrrelda seda suhtarvude abil praeguse turuväärtusega. Ettevõtte väärtuse hindamiseks ja leidmiseks kasutati ettevõtte 2016. aasta konsolideeritud aruannet ja prognoositud rahavoogusid.

Diskonteeritud rahavoogude meetod valiti, sest see on akadeemilises kirjanduses ja praktikas laialdaselt kasutatav ja aktsepteeritav. Teine uurimismeetod, võrdlemine suhtarvude alusel annab võimaluse kas võrrelda uuritud ettevõtet teiste turuosalistega või saadud suhtarve turu keskmiste suhtarvudega.

Valitud uurimismeetodi abil leiti, et ettevõtte aktsia hind on 5,82 eurot aktsia kohta. Samas oli ettevõtte aktsia sulgemishind 5.5.2017. aastal 9,20 eurot. Seega on ettevõtte hinnanguline väärtus 36,74% võrra madalam kui ettevõtte turuväärtus.

Lõputöös tehti ka sensitiivsusanalüüs, kus leiti seos ettevõtte aktsia hinna, ettevõtte kapitali hinna ja stabiilse kasvumäära vahel. Sensitiivsusanalüüsi abil demonstreeriti, et isegi väike muutus kas ettevõtte kapitali hinnas või kasvumääras võib põhjalikult mõjutada ettevõtte väärtust. Väärtuse hindamiseks kasutati Gordoni mudelit ja ettevõtte võrdlust sektori keskmiste suhtarvudega.

Võtmesõnad: ettevõtte väärtuse hindamine, sensitiivsusanalüüs, diskonteeritud rahavoogude meetod, hindamine suhtarvude võrdlemise alusel, finantsnäitajad, aastaaruanne.

## SISSEJUHATUS

Tänapäeval on ettevõtte õiglase väärtuse hindamine väga populaarne ja turuosaliste jaoks aktuaalne. Põhjus seisneb selles, et õiglase hinnang annab selge ülevaate nii igast konkreetsest ettevõttest kui ka tervest turust. Niisugune hinnang on eriti kasulik isikutele, kellele on vaja teada aktuaalset ettevõtte või turu seisundit, näiteks investoritele, kreditoridele, teistele turuosalistele ja äripartneritele. Ettevõtte õiglase väärtuse leidmine on eriti kasulik valdkonnas, kus tegutseb uuritud ettevõtte, Tallinna Kaubamaja Grupp. See ettevõtte tegutseb niisugustel tegevusaladel nagu jae- ja hulgikaubandus, kus konkurents on päris tihe. Tuleb rõhutada, et ettevõtte õiglase väärtuse leidmine on eriti vajalik, kui tegemist on börsiettevõttega. Tallinna Kaubamaja Grupp tegutseb Tallinna börsil.

Lõputöö jaoks ettevõtte valimisel autor lähtus oma isiklikust huvist. Uuritav objekt on Eesti suurimaid kaubanduskontserne, mis moodustab rohkem kui kümnendiku kogu Eesti jae-kaubandusest.

Investorid, kes eelistavad pigem ratsionaalset kui emotsionaalset investeerimist, peavad oskama kasutada erinevaid börsiettevõtete hindamise meetodeid, et teha parimad investeerimisotsused. Lõputöö uurimisprobleem seisneb selles, et tegelikult tehakse börsil mõned investorite otsused pigem emotsionaalselt kui ratsionaalselt, seetõttu on tänapäevane börsiettevõtete turg suhteliselt labiilne, mis teeb otsustamise nii investoritele kui ka kreditoridele keerulisemaks. Lisaks annab õiglase hinnang vastuse küsimustele, kuidas valida investeerimiseks parim ettevõtte ja kuidas börsil osalejad saaksid teha efektiivsemaid ja turvalisemaid otsuseid. Püstitatud probleemide lahendamiseks kasutati diskonteeritud rahavoogude meetodit ja suhtarvude võrdlemist.

Lõputöö eesmärk on valitud meetodite, diskonteeritud rahavoogude meetodi ja suhtarvude võrdlemise abil leida Tallinna Kaubamaja Grupp AS õiglase väärtus. Börsiettevõtte Tallinna Kaubamaja Grupp väärtuse hindamine annab ettevõttest objektiivse ülevaate ja aitab prognoosida tuleviku rahavoogu. Lisaks annab ettevõtte objektiivne hinnang võimaluse võrrelda ettevõtte

seisundit minevikus, praegu ja tuleviku. Ettevõtte õiglase väärtuse hindamiseks tuleb võrrelda ettevõtte turuväärtust ja tema õiglast väärtust.

Lõputöö teoreetiliseks aluseks on teadusallikad, mis on välja toodud kirjanduse loetelus. Lõputöö praktilises osas kasutatakse diskonteeritud rahavoogude meetodit, suhtarvude võrdlemist ja ettevõtte 2016. aasta aruannet.

Esimeses peatükis „Ettevõtte väärtuse hindamise teoreetilised alused“ on esitatud ettevõtte väärtuse leidmise teoreetiline alus. Esimeses alapeatükis „Ettevõtte väärtuse hindamise põhiolemus ja eesmärk“ kirjeldatakse, milles seisneb ettevõtte väärtuse hindamise põhiprintsiip ning missugused on ettevõtte väärtuse hindamise eesmärgid ja riskid. Teine alapeatükk „Diskonteeritud rahavoogude meetod“ kirjeldab, kuidas kasutatakse diskonteeritud rahavoogude meetodit praktikas ning milles seisneb selle meetodi põhimõte ja kasulikkus. Kolmandas alapeatükis „Hindamine suhtarvude võrdlemise alusel“ kirjeldatakse, kuidas toimub ettevõtte hindamine suhtarvude võrdlemise alusel.

Teises peatükis „AS Tallinna Kaubamaja Grupp väärtuse hindamine“ toimub ettevõtte väärtuse leidmine ja hindamine valitud uurimismeetodite abil. Esimeses alapeatükis „AS Tallinna Kaubamaja Grupp tutvustus“ on toodud üldine informatsioon valitud ettevõtte kohta ja ettevõtte ajalugu Eestis. Teises alapeatükis „Ettevõtte väärtuse hindamine diskonteeritud rahavoogude meetodi alusel“ hinnatakse valitud ettevõtet diskonteeritud rahavoogude meetodil ja kirjeldatakse hindamise protsessi. Alapeatükis „AS Tallinna Kaubamaja Grupp hindamine suhtarvude võrdlemise alusel“ hinnatakse ettevõtet hindamine valitud suhtarvude võrdlemise alusel. Viimases alapeatükis „Saadud tulemuste hindamine ja arutlus“ kirjeldatakse saadud tulemusi ja antakse hinnang nii ettevõtte hinnangulisele väärtusele kui ka turuväärtusele.

# **1. ETTEVÖTTE VÄÄRTUSE HINDAMISE TEOREETILISED ALUSED**

Ettevõtte väärtuse hindamine võib muuta investeerimise mõistlikumaks ja otsustamise lihtsamaks. Investeerides tavaliselt loodetakse, et väärtusvõidureid müües iga investeringu väärtus kasvab, et kompenseerida nende riskitaset. See väide kehtib kõigi investeringute, derivatiivide ja aktsiate korral. (Damodaran 2012, 3 )

## **1.1. Ettevõtte väärtuse hindamise põhiolemus ja eesmärk**

Tänapäeval on igatüüpi, kes tegeleb ettevõtte finantseerimisega, tarvis teada, kuidas hinnata ettevõtte õiglast väärtust. Teadmised ettevõtte väärtuse hindamisest annavad ettevõtte finantseerimisega tegelevatele spetsialistidele võimaluse määrata majanduslikke allikaid ja nende mõju ettevõttele. Majanduslikud allikad võivad olla ettevõttele kasulikud, kui ka vastupidi. (Fernandez 2004, 4)

Ettevõtte seisuhindamine on põhimõtteliselt subjektiivne, sõltudes väga palju hindajast ehk spetsialistist, kes hindab ja analüüsib valitud ettevõtet. Näiteks sõltub ettevõtte hinnang sellest, missugused eeldused ja hindamismeetodid olid valitud. Seega on üsna tihti võimalik niisugune olukord, kui erinevate ekspertide hinnang ühele ettevõttele on väga erinev, seetõttu võivad saadud tulemused mõjuda ettevõtte finantspoliitikale ja juhtimisele nii positiivselt kui ka negatiivselt. (Aasa 2013, 7)

Väärtuse hindamisel on kaks radikaalselt erinevat seisukohta. Ühed usuvad, et väärtuse hindamine on keeruline teadus, mis sisaldab nii teaduslikku analüüsi kui ka inimliku eksimuse võimalust. Teiste arvates on väärtuse hindamine pigem mitte teadus, vaid kunst, kus põhjalik analüüs võib manipuleerida arve, et saada vajalikku tulemust. (Damodaran 2006, 2)



Tõenäoliselt, tõde asub tõde kusagil keskel, aga kindlasti on vaja rõhutada selliseid väärtuse hindamise protsessi komponente nagu ebamäärasus, tänapäeva tehnoloogiad ja kättesaadav informatsioon. (Damodaran 2006, 2)

Ettevõtte finantsaruannete analüüs ja prognoosimine võib aidata selles, et leida vastust küsimusele, kas antud turul valitud ettevõtte on tugev või mitte. Tuleb mainida, et kahjuks mitte ükski analüüsimeetod ei anna absoluutselt õiget vastust küsimusele, mis on õiglane ettevõtte väärtus. (Investeerimisõpik 2017)

Tänapäeval kasutatakse väärtpaberite analüüsimiseks üsna tihti fundamentaalset ja tehnilist analüüsi. Nende analüüsimeetodite erinevus on selles, et tehnilise analüüsi korral toimub väga põhjalik aktsiagraafikute uuring, aga fundamentaalses analüüsis keskendutakse tervele ettevõttele. (Kert 2007, 159)

Fundamentaalse analüüsi korral uuritakse järgmisi ettevõtet mõjutavaid tegureid: ettevõtte turuolukord, praeguse ja tulevase juhtkonna potentsiaal, ettevõtte majandusaruanded (Kert 2007, 159). Tehnilise analüüsi korral prognoositakse varem toimunud hinnamuutuse alusel aktsiahinna muutust lähemas tulevikus. (Pisang 2007, 171–172)

Fundamentaalse analüüsi põhimõtte seisneb selles, et tema kasutamiseks tuleb põhjalikult analüüsida valitud ettevõtet majandusaruannet, turusituatsiooni erinevatel perioodidel ja juhtkonda arvamusi. Antud analüüs aitab leida vastust küsimusele, kas turul uuritud ettevõtte aktsiad on alavõi ülehinnatud. (Investeerimisõpik 2017)

Tavaliselt sobib fundamentaalne analüüs kõige paremini pikaajaliste investeerimisotsuste tegemiseks. Lühiajaline aktsiahindade muutus on harilikult seotud investorite psühholoogiaga, aga seda aspekti uurib juba tehniline analüüs. (Kert 2007, 160)

Fundamentaalse analüüsi põhiülesanne on leida ettevõtte õiglane väärtus. Selle eesmärgi täitmiseks kasutatakse erinevaid meetodeid, millest populaarseimad on diskonteeritud rahavoogude meetod (DCF – *discounted cash flow method*), võrreldavate ettevõtete meetodit ja suhtarvude meetodit (*financial ratios comparison analysis*), kusjuures suhtarvude meetod ja võrreldavate ettevõtete meetod on üsna hästi omavahel seotud. (Kert 2007, 160)

Tehnilist analüüsi kasutatakse kõikide finantsvarade analüüsimiseks ja hinnamuutuste prognoosimiseks. Kui fundamentaalses analüüsis on töövahendiks tavaliselt finantsaruanded, siis tehnilise analüüsi raames kasutatakse aktsiahinna aegridu. Analüüsi tegemiseks on tarvis teada

järgmisi muutujaid: aktsia hind, käive ehk aktsiate maht või arv ja analüüsiv ajaperiood. Kui ühendame need kolm muutujat, siis saame aegrea ehk aktsiahinna graafiku, mis aitab investoreid ostu- ja müügiotsuse tegemisel. (Pisang 2007, 171–172)

Investeerimisotsuse tegemiseks fundamentaalse analüüsi abil tuleb leida vastus küsimusele, kas ettevõtte turuhind näitab ettevõtte tegelikku väärtust või mitte. Vastuse leidmiseks on vaja teha majandusharu üldiste arengutrendide ja ettevõtte üldise analüüs.

Mõnel juhul võib aktsia väärtus aidata määrata investorite huvi ettevõtte vastu. Mida suurem on aktsia väärtus, seda suuremat tulu annab ettevõtte investoritele (näiteks dividendide kaudu). Mida madalam on ettevõtte aktsiate väärtus, seda suurem on investorite jaoks selle väärtpaberiga seotud risk. Kui aktsia riskitase hinnatakse varasemast kõrgemaks, siis aktsia hind kindlasti langeb. Nende stsenaariumite vältimiseks kasutatakse ettevõtte õiglase väärtuse hinnangut.

Ettevõtte väärtus võib ostja ja müüja jaoks olla väga erinev. Ostjale näitab aktsia hind kõrgeimat hinda, mille eest ta võiks aktsiaid osta, müüjale aga väikseimat hinda, mille eest ta peab olema valmis aktsiaid müüma. (Fernandez 2004, 5)

Finantsmaailmas esineb üsna tihti seda, et investor uurib erinevate ettevõtete väärtusi, et võrrelda erinevaid ettevõtteid ja otsustada, millise aktsiaid ja mis mahus on parem osta. Näiteks kui investor arvab, et lähitulevikus muutub GE aktsia hind paremaks võrreldes Amazoni aktsia hinnaga, siis ta võiks osta GE aktsiaid ja teha niisuguse tehingu nagu lühikeseks müümine (inglise keeles *short selling*) Amazoni aktsiatele. See oleks investorile kasulik, kuna GE aktsiad annaksid rohkem kasumit võrreldes Amazoni aktsiatega. (Fernandez 2004, 6)

Hea investeerimisstrateegia seisneb selles, et omada pika perioodi jooksul kõrge dividenditootlusega aktsiaid. Sellisel juhul on võimalik olukord, kus ainuüksi dividendide reinvesteeringimine võib tekitada tugeva tootlusefekti, mis võib anna tulevikus suure eelise võrreldes lootmisega, et üksnes valitud ettevõtte aktsiate hind kasvab. (Väärtpaberite teejuht 2008, 28)

Ettevõtte aktsia õiglaseks hindamiseks on mõnikord mõistlik võrrelda ettevõtte fikseeritud tulumääraga instrumentide tootlust ja tema dividenditootlust. See oleks mõistlik sellisel juhul, kui valitud ettevõtte puhul ei ole suurt tõenäosust, et järgmistel perioodidel võiks tekkida probleeme sarnase dividendi väljamaksmisega. Tuleb rõhutada, et see võrdlus ei ole mõistlik, kui ettevõtte dividendid on erakorralise iseloomuga. (Väärtpaberite teejuht 2008, 28)

Võlakirjainvestorite arvamuse järgi on ettevõtte hindamiseks eriti tähtsad järgmised näitajad: ettevõtte finantsvõimendus, ettevõtte kohustuse maht võrreldes tema teenitava äri- kasumiga ehk ettevõtte kohustuste ja tema EBITDA suhe ning intresside teenindamise võime ehk EBITDA ja intressikulu suhe. (Väärtpaberite teejuht 2008, 56)

Ettevõtte aktsia turuväärtus on ettevõtte noteeritud aktsia hind börsil, kus ettevõtte tegutseb. Tallinna Kaubamaja Grupil on see Nasdaq Balti börs. Börsil noteerimata ettevõtte korral võib turuväärtuse leidmisel lähtuda raamatupidamiskoostööandja õiglase väärtuse põhimõttest, mille järgi ettevõtte õiglase väärtus on summa, mille eest oleks võimalik vahetada ettevõtte vara huvitatud osapoolte vahelises tehingus. Kui korrutada ettevõtte aktsiate maht nende hetke turuhinnaga, siis on võimalik teada saada ettevõtte turukapitalisatsioon, mis näitab, kui suur on valitud ettevõtte turuväärtus sellel turul. (Väärtpaberite teejuht 2008, 15)

## **1.2. Diskonteeritud rahavoogude meetod**

Diskonteeritud rahavoogude meetod on tänapäeval väga populaarne ja samal ajal üks klassikalisemaid meetodeid, mida ettevõtte väärtuse hindamisel kasutatakse. Selle meetodi järgi sõltub valitud ettevõtte tulevikuväärtus tihedalt tema teenitavate rahavoogude suurusel, mis on hästi kaalutud omanike nõutava tulunormi, riskitaseme ja teiste teguritega. Diskonteeritud rahavoogude meetod üks kõige olulisematest meetoditest börsiettevõtte väärtuse hindamiseks ja leidmiseks. (Kert 2007, 166)

Üks parimaid finantsinstrumendi õiglase väärtuse näitajaid on tema turuväärtus. Tema õiglase väärtuse hindamiseks võib kasutada tuleviku prognoositavate rahavoogude diskonteerimist. (Väärtpaberite teejuht 2008, 22)

Investeeringute või aktsiate väärtus määratakse tulevaste rahavoogude prognoosi alusel, diskonteerides neid rahavooge tänasesse päeva sobiva diskontomääraga. Ettevõtte vaba rahavoog koosneb tavaliselt järgmistest komponentidest: ettevõtte ärikasum, kulum, investeeringud ettevõtte põhivarasse ja tema puhaskäibekapitali.

Ettevõtte rahavoogude õiglasel prognoosimisel tuleb olla ettevaatlik, et õigesti hinnata ettevõtte finantstulemusi kindla perioodi jooksul. Prognoositavat rahavoogu arvutatakse järgneva valemi järgi:

$$V = \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \frac{CF_3}{(1+r)^3} + \dots = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{CF_t}{(1+r)^t} \quad (1)$$

kus

$CF$  – prognoositav rahavoog, näiteks dividendid,

$r$  – nõutav tulumäär (näiteks kapitali hind),

$t$  - perioodide (näiteks aastate) arv,

$V$  – väärtus (näiteks ettevõtte väärtus, vara väärtus, omakapitali väärtus).

Diskonteeritud rahavoogude meetodil on nii eeliseid kui ka puudusi. Eelistest võib nimetada, et see meetod annab oluliselt täpsema hinnangu ettevõtte väärtuse kohta ja arvestab ettevõtte tulevikuväljavaateid. Puuduseks on keerulisem arvutus ja mitmete eelduste tegemise vajadus. (Aasa 2013, 10)

Vaba rahavoog määrab ettevõtet finantskäitumist. Ta näitab, kui palju on ettevõtte tegevuses kaotatud raha, mida oleks võimalik kasutada aktsia väärtuse tõstmiseks, uue toote arenduseks, võlgade vähendamiseks ja investoritele dividendide maksmiseks. (McClure 2014, 1)

Diskonteeritud rahavoogude meetod ehk meetod, mis põhineb tulevase tulu hindamisel, on hea niisugusel juhul, kui valitud ettevõtte lähima tuleviku rahavoogusid on võimalik teatud kindlusega määrata. Ettevõtte väärtuse analüüsimiseks ja hindamiseks ettevõtte tulevased rahavood tavaliselt diskonteeritakse, kasutades kapitali kaalutud keskmist hinda (*Weighted Average Cost of Capital – WACC*). (Lepasalu 2006)

Kapitali kaalutud keskmine hind ehk kapitali hind on ettevõtte kulu määr, mis peab ettevõtte rahastajatele (omanikele ja laenuandjatele) olema kompenseeritud. Teise sõnadega, ettevõtte omanikud ja laenuandjad peavad saama tasu ettevõttesse finantseeritud kapitali eest. Kapitali hind leitakse tavaliselt ettevõtte oma- ja laenukapitali kaalutud keskmise hinnana, kasutades nii omakapitali kui ka laenude osakaalusid. Seejuures peavad oma- ja laenukapital olema seotud ettevõtte põhitegevusega. (Kann 2010)

Ettevõtte kapitali kaalutud keskmine hind ehk kapitali hind arvutatakse järgneva valemi abil:

$$WACC = k_e \times \frac{OK}{VK+OK} + k_d \times \frac{VK}{VK+OK} \quad (2)$$

kus

$WACC$	-	ettevõtte kapitali kaalutud keskmine hind,
$k_e$	-	omakapitali hind (%),
$k_d$	-	võlakapitali hind (%),
$OK$	-	omakapitali osakaal (%),
$VK$	-	määratud võlakapitali osakaal (%),
$VK+OK$	-	võlakapitali ja omakapitali osakaalud kokku (%).

Omakapitali hinna leidmiseks kasutatakse tavaliselt CAPM mudelit, kus on vaja leida riskivaba tulumäär, turu riskipremia ja beetakordaja, mis näitab ettevõtte riskimäära. Finantsvarade hindamine mudel ehk CAPM on seotud turu tasakaalumudeliga, mis samal ajal põhineb Markowitzi portfelliteoorial, Tobini eraldusteoreemil ja mõnel teisel kitsendaval eeldusel. Tuleb rõhutada, et praktikas ei ole paljud neist eeldustest täidetud.

Tänapäeval on CAPM mudel finantsmaailmas diskonteerimismäära hindamisel väga populaarne. Seda mudelit kasutatakse hinnaregulatsioonile alluvate ettevõtete juhul nii Eestis kui ka kogu maailmas. Selle mudeli korral sõltub hinnang tugevalt nõutavast tulunormist. (Sander 2011, 3)

Nõutava tulunormi leidmiseks tuleb teada riskivaba tulunormi, beetakordaja ja tururiskipremiat. Antud suhtarv ehk nõutav tulunorm võib leida järgmise valemi abil:

$$R_i = R_f + \beta_i \cdot RP_m, \quad (3)$$

kus

$R_i$	-	nõutav tulunorm,
$R_f$	-	riskivaba tulunorm,
$\beta_i$	-	aktiva süstemaatiline riski väljendav beetakordaja,
$RP_m$	-	tururiskipremia.

Järgmine oluline näitaja, mis on tarvis ettevõtte väärtuse leidmiseks ning õiglase väärtuse hinnangu andmiseks on beetakordaja, mis näitab, kui suur on ettevõtte aktsia risk võrreldes turu keskmise riskitasemega. Kui aktsia beetakordaja on suurem kui üks, siis võib tõenäoliselt teha järelduse, et aktsia risk on turu keskmisest suurem. Kui aktsia beetakordaja on vähem kui üks, siis on ettevõtte aktsia risk tõenäoliselt väiksem, võrreldes turu keskmisega. (Juhend...2016)

Beetakordaja ehk aktiva süstemaatiline risk saab leida järgmise valemi järgi:

$$\beta_e = \beta_a * (1 + \frac{VK}{OK}) \quad (4)$$

kus

- $\beta_e$  – ettevõtte finantsvõimendusega beetakordaja,
- $\beta_a$  – majandusharu finantsvõimendusega beetakordaja,
- $VK/OK$  – aktiva süstemaatiline riski väljendav beetakordaja.

Terminaalväärtus on väärtus, mis näitab projekti oodatud rahavooge kuni lõpmatuseni, eeldades, et ettevõtte jätkab oma tegevust. Terminaalväärtuse hindamine on finantsmodelleerimises väga tähtis, kuna projekti väärtus tavaliselt koosneb diskonteeritud rahavoogude hinnanguga (Wärnelid 2011). Ettevõtte terminaalväärtus leitakse järgmise valemi abil:

$$TV = \frac{a}{(b-c)} \quad (5)$$

kus

- $TV$  – terminaalväärtus,
- $a$  – viimasele perioodile järgnevad vabad rahavood ettevõttes,
- $b$  – kapitali kaalutud keskmine hind,
- $c$  – jätkukasvumäär.

Diskonteeritud rahavoogude meetodit kasutades arvestatakse niisugust näitajat nagu ettevõtte väärtus võimekuse järgi: mida suurem on ettevõtte prognoositav rahavoog ehk tema igaaastane kasv, seda väärtuslikum on ta võimalikele investoritele (Vallistu, 2015).

Ettevõtte väärtuse hindamisel kasutatakse üsna tihti ka Gordoni mudelit, tavaliselt stabiilses olekus ettevõtte õiglase väärtuse leidmiseks. Stabiilne olek tähendab seda, et dividendid kasvavad kogu aeg kindla kiirusega.

Gordoni mudel ühendab aktsia hinna oodatavate dividendidega. Gordoni mudeli kasutamiseks tuleb teada kapitalihinda ehk omakapitali nõutavat tulunirmu, oodatavat dividendi järgmisel määratud perioodil ja oodatavate dividendide kasvutempot (Stern School of Business, 2).

Ettevõtte aktsia turuhinna või tema väärtuse hindamine Gordoni mudeliga toimub järgmise valemi abil:

$$P = \frac{Div_1}{r_e - g} \quad (6)$$

kus

- $P$  – aktsia turuhind või väärtus,
- $Div_1$  – oodatav dividend järgmisel perioodil,
- $r_e$  – omakapitali nõutav tulunorm,
- $g$  – dividendide oodatav kasvumäär.

Tallinna Kaubamaja Grupis on sisuliselt dividendiaktsiad, seetõttu võiks Gordoni mudeli kasutamine aidata objektiivset hinnangut anda. Gordoni mudeli rakendamist on täpsemalt kirjeldatud peatükis 2.2.3.

### 1.3. Hindamine suhtarvude võrdlemise alusel

Väärtusinvestorite arvamuse järgi on väga tähtis hinnata ettevõtte õiglast väärtust. Väärtusinvesteeringu põhimõtte seisneb selles, et varade hinnang näitab, kuidas uuritud ettevõtte parameetrid mingi perioodi jooksul liiguvad, kui kaugel nad asuvad turu keskmisest. Tavaliselt kasutavad väärtusinvestorid ettevõtte aktsiate hindade analüüsimiseks, võrdlemiseks ja hinnangu andmiseks erinevaid suhtarve nagu P/E, P/B, P/S ja EV/EBITDA. (Väärtupaberite teejuht 2008, 27)

Kõige populaarsem suhtarv on aktsiahinda ja kasumi suhe P/E, aga arvutatakse veel palju teisi näitajaid, mis on tihedalt seotud nii ettevõtte majandusnäitajate kui ka tema turuväärtusega. Kõik suhtarvud puudutavad kas minevikku või tulevikku (Kert 2007, 166).

Üsna suurt osa kõikidest suhtarvudest on võimalik leida nii ettevõtte ajalooliste finantsandmete kui ka tulevaste prognooside alusel. Suhtarvude arvutamine ajalooliste andmete põhjal on palju lihtsam, kuid sellisel juhul sisaldavad saadud suhtarvud märgatavalt vähem informatsiooni. (Kert 2007, 166)

Järgmiseks tuleb põhjalikumalt seletada, niisugusi suhtarve ettevõtte väärtuse hindamiseks kasutatakse ja mis on nende sisu.

Finantsmaailmas kõige populaarsem suhtarv ettevõtte hindamisel on P/E ehk aktsia hinna ja kasumi aktsia kohta suhe. Selle suhtarvu populaarsuse põhjuseks on see, selle arvutamine on

üsna lihtne ja samal ajal peidab ta endas palju väärtuslikku informatsiooni ettevõtte hindamiseks. Aktsiahinna ja kasumi suhet P/E võib võrrelda ettevõtte kasumi kasvu kiirusega: kui kiiresti kasvava ettevõtte P/E on üsna madal, siis võib see tõenäoliselt viidata ettevõtte soodsale hinnatasemele. (Kert 2007, 166)

Väike P/E väärtus võib näidata seda, et tõenäoliselt on valitud ettevõtte turul alla hinnatud. Samas võib madala P/E põhjus olla ka selles, et turul, kus ettevõtte tegutseb, ei ole kindel ettevõtte tulude säilitamine praegusel tasemel. Olukord, kus valitud ettevõtte näib hetkel P/E tulemuse järgi odav, aga ettevõtte tulu langus aktsia kohta tulevikus võib muuta ettevõtte kalliks, nimetatakse väärtuslõksuks (inglise keeles *value trap*). (Väärtpaberite teejuht 2008, 27)

Suhtarv ehk P/E on seotud aktsiahinna ja ettevõtte kasumiga ning tavaliselt kasutatakse selle leidmiseks järgmist valemit (Kert 2007, 166):

$$P/E = \frac{p}{EPS}, \quad (7)$$

kus

$p$  – aktsia turuhind,  
 $EPS$  – kasum aktsia kohta.

Suhtarvu P/E kasutamisel tuleb olla eriti ettevaatlik, kuna õiglase tulemuse saavutamiseks peavad nii ettevõtte aktsiahind kui ka kasum olema kirjeldatud samal ajaperioodil. Selle suhtarvu kasutamiseks tuleb teada, et aktsiahindu võib olla erinevaid: mitme aasta keskmine aktsiahind, prognoositud hind või viimase majandusaasta lõpu hind. Ka puhaskasumeid võib olla erinevaid: viimase kvartali kasum, prognoositud kasum või mitme aasta keskmine kasum. (Investeerimisõpik 2017)

P/E järgi on raske hinnata ettevõtte hinnataset, kuna P/E sõltub tihedalt kasumi kasvu kiirusest. Kui kasumi kasvu arvestava suhtarvu PEG väärtus on väiksem kui 1, siis võib teha järelduse, et tõenäoliselt on ettevõtte väärtus alla hinnatud. Vastupidisel juhul, kui PEG on suurem kui 1, siis on ettevõtte väärtus tõenäoliselt üle hinnatud. Tavaliselt PEG suhtarvu leidmiseks, tuleb leida hinna ja kasumi suhtarvu.

Antud suhtarv üsna tihti on toodud ettevõtte aastaarunnes. Veel, PEG suhtarv kasutamiseks, tuleb teada kasumi kasvu kiirust. PEG suhtarv leitakse järgmise valemi abil (Kert 2007, 168):



$$PEG = \frac{P/E}{\text{kasumi kasvu kiirus (\%)}} \quad (8)$$

kus

$P/E$  – hinna ja kasumi suhtarv,

$PEG$  – kasumi kasvu arvesse võttev suhtarv.

Näitaja P/S näitab hinna ja müügi suhet. Selle leidmiseks tuleb kõigepealt leida ettevõtte nelja viimase kvartali ehk aastane käive, s.t leida müük aktsia kohta ja jagada see aktsiate mahu või arvuga. See näitaja hästi sobib erinevate tegutsevate ettevõtete võrdlemiseks, sest eri tegevusaladel võib kasumi ja käibe suhe olla üsna erinev. Seepärast on P/S investoritele on üks tähtsamaid näitajaid ettevõtte hindamisel. Antud suhtarvu leidmiseks ning kasutamiseks tuleb teada ettevõtet aktsia hinda turul ja uuritud ettevõtte käivet ehk müügitul iga aktsia kohta. See suhtarv leitakse järgmise valemi abil (Stamberg, 2002):

$$P/S = \frac{P}{\text{käive ehk müügitulu aktsia kohta}} \quad (9)$$

kus

$P$  – aktsia turuhind,

$P/S$  – aktsia hinna ja müügi suhe.

Ettevõtte väärtuse analüüsimiseks kasutatakse ka suhtarvu aktsiahinna ja omakapitali suhet P/B ehk raamatupidamisväärtust. Mida suurem on see suhe, seda suuremat preemiat maksab turg ettevõtte aktsia eest. See näitaja leitakse järgmise valemi alusel (Stamberg, 2002):

$$P/B = \frac{\text{aktsia turuhind}}{\text{omakapital aktsia kohta}} \quad (10)$$

kus

$P$  – aktsia turuhind,

$P/B$  – aktsia hinna ja omakapitali suhe.

Investorid kasutavad ettevõtte hinnangu andmiseks, et aru saada, kas uuritud ettevõtte on turul ala- või ülehinnatud, tavaliselt ettevõtte aktsia hinna ja raamatupidamisväärtuse suhet, mis näitab, mitu korda on ettevõtte aktsia turuhind suurem tema raamatupidamisväärtusest.

Kui ettevõtte aktsiaid kaubeldakse turul allpool tema raamatupidamisväärtust ehk suhtarv P/B on vähem kui 1, siis on tõenäolised kaks võimalust: ettevõtte hinnangut andvad investorid

hindavad tema varade väärtust liiga pessimistlikult või on ettevõtte varade tootlus üsna madal. Ettevõtetel, mille tegutsemine nõuab suuri investeringuid põhivarasse, on suhtarv P/B tavaliselt väiksem, võrreldes väiksema kapitalivajadusega ettevõtetega. (Väärtpaberite teejuht 2008, 29)

Ettevõtete väärtuse hindamiseks ja analüüsimiseks kasutatakse veel suhtarvu EV/EBITDA, mis on kasulik siis, kui on tarvis võrrelda omavahel ühe ja sama sektori erinevaid ettevõtteid. Seda suhtarvu kasutatakse selleks, et määrata, kas valitud ettevõtte aktsia on odavam või kallim, võrreldes teiste turul olevate sama sektori ettevõtetega. (Katkosild 2014)

Ettevõtte väärtuse näitaja EV (*Enterprise Value*) näitab ettevõtte turuväärtust, EBITDA näitab ettevõtte kasumit enne intresse, makse ja kulumit. EV/EBITDA suhtarv leitakse järgmise valemit alusel (Katkosild 2014):

$$EV/EBITDA = \frac{\text{puhasvõlg} + \text{turukapitalisatsioon}}{\text{kasum enne intresse, makse, amorsatsiooni}} \quad (11)$$

kus

*EV* – ettevõtte turuväärtus

*EBITDA* – ettevõtte kasum enne intresse, makse ja kulumit.

## **2. AS TALLINNA KAUBAMAJA GRUPP VÄÄRTUSE HINDAMINE**

### **2.1. AS Tallinna Kaubamaja Grupp tutvustus**

Tallinna Kaubamaja Grupp on väga tunnustatud ja hinnatud kaubanduskontsern Eestis. Kontserni ajalugu algas aastal 1960, kui avati Tallinna Kaubamaja. Aastal 1996 noteeriti ettevõtte aktsiad Tallinna Väärtpaberibörsi põhinimekirjas. Ettevõtet on kuuel korral (aastatel 2006, 2012, 2013, 2014, 2015 ja 2016) pärjatud Eesti konkurentsivõimelisima jaekaubandusettevõtte tiitliga. Kontserni juhatuse esimees on Raul Puusepp, kes kuulub ka Eesti Kaupmeeste Liidu juhatusse. (Tallinna Kaubamaja Grupp 2016a)

Tallinna Kaubamaja Gruppi kuuluvad Tallinna ja Tartu Kaubamaja, Selver ja Selveri Köök, KIA, ABC King, Viking Motors, SHU, I.L.U. ning Topsec Turvateenused. Selveri tütarettevõtte Kulinaaria OÜ on suurim keskusköök Baltikumis. Tallinna Kaubamaja Grupp omab autosalonge nii Eestis (Tallinnas) kui ka Lätis ja Leedus. Neis salongides müüakse selliseid automarke nagu KIA, Opel, Cadillac ja Peugeot. Kontserni lojaalsusprogrammil Partner (Partnerkaart) on ligikaudu 600 000 püsiklienti. (Nasdaq Baltic 2017)

Tabel 1 illustreerib muutust Tallinna Kaubamaja Grupp AS väärtpaberi kauplemises aastatel 2013–2017. Kõik hinnad on toodud eurodes.

Tabel 1. Tallinna Kaubamaja Grupp AS väärtpaberi kauplemisajalugu aastal 2013–2017

Hind	2013	2014	2015	2016	2017
Avamishind	5,50	5,35	5,10	6,72	8,29
Kõrgeim	6,37	5,69	7,00	8,30	9,59
Madalaim	5,30	4,79	5,03	6,49	8,27
Viimane	5,30	5,10	6,74	8,23	9,03
Kaubeldud väärtpabereid	1 757 026	2 368 070	1 933 408	1 647 752	654 230
Käive, mln eur	9,95	12,19	11,60	11,87	5,88
Turuväärtus, mln eur	215,86	207,72	274,51	335,20	367,78

Allikas: Tallinna Kaubamaja Grupp AS kontserni koduleht 2017

Tallinna Kaubamaja Grupp AS juhatuse esimees Raul Puusepp rääkis: „2016. aastat iseloomustab jaekaubanduse väga tihe konkurents, turuosa säilitamise nimel tuleb näha palju vaeva ja teha läbimõeldud ning strateegilisi otsuseid. Üldiselt võib aastat pidada igati edukaks, sellest annab märku ka asjaolu, et viiendat kvartalit järjest kasvas käive grupi kõigis olulisemates tegevusvaldkondades, rõõm on näha, et nii tihedas konkurentsiolukorras on meie klientide lojaalsus jätkuvalt suur.“ Ta mainis, et kontserni suured projektid nagu Kaubamaja e-poe loomine ja Selveri e-poe laiendamine viidi edukalt ellu ning need toimivad Eesti turul edukalt. (Eerme 2017)

Uuritud ettevõtte ja tema tütarettevõtete peaesmärk on selles, et olla Eesti kaubanduse liider ja terve Balti regiooni üks tugevamaid ja edukamaid börsiettevõtteid. Kontserni missioon on olla hinnatud tööandja, usaldusväärse ettevõtte investoritele ja esimene valik nii oma püsi- kui ka tulevikuklientidele. (Tallinna Kaubamaja Grupp 2016b)

Ettevõtte põhiväärtused on ausus, hoolivus, usaldusväarsus, uuendusmeelsus ja keskkonnateadlikkus. Kontserni arvates tähendab ausus seda, et ettevõtte peab olema avatud ja siiras, usaldusväarsus tähendab, et kontsern peab kinni oma reeglitest ja lubadustest, uuendusmeelsus näitab, kui avatud on ettevõtte uuenduslikele ideedele, keskkonnateadlikkus seisneb selles, et kontsern peab hoolima ümbritsevast keskkonnast ning kasutama kõiki ressursse targalt ja säästlikult. (Tallinna Kaubamaja Grupp 2016b)

### 2.1.1. Tallinna Kaubamaja Grupp põhilised finantsnäitajad

Tallinna Kaubamaja Grupp AS müügitulu kasvas 2016. aastal 2015. aastaga võrreldes 7,7%: 2016. aasta müügitulu oli 598,4 miljonit eurot, 2015. aastal aga 555 miljonit eurot. Kontserni maksueelne kasum kasvas aastaga 19,4%, olles 2016. aastal 31 miljonit eurot (Eerme 2017).

2017. aasta 23. märtsil toimus Tallinnas kontserni aktsionäride korraline üldkoosolek, kus oli esindatud 80,90% kõikidest häältest. Koosolekul kinnitati 2016. aasta majandusaasta aruanne, mille kohaselt oli kontserni aruandeaasta müügitulu 598 414 000 eurot ja puhaskasum 25 725 000 eurot. (GlobeNewswire 2017)

Koosolek kinnitas ka kasumi jaotamise ja dividendi maksmise korra, mis on esitatud tabelis 2. Kõik andmed tabelis 2 on toodud tuhandetes eurodes.

Tabel 2. Tallinna Kaubamaja Grupp AS väärtpaberi kauplemisajalugu aastal 2013–2017, tuhandetes eurodes

Näitaja	Väärtus
Eelmiste aastate jaotamata kasum	75 547
2016. aasta puhaskasum	25 725
Kokku jaotuskõlblik kasum seisuga 31.12.2016	101 272
Maksta dividendi 0,63 eurot aktsia kohta	25 659
Jaotamata kasumi jääk pärast kasumi jaotamist	75 613

Allikas: Nasdaq Globenewswire artikkel

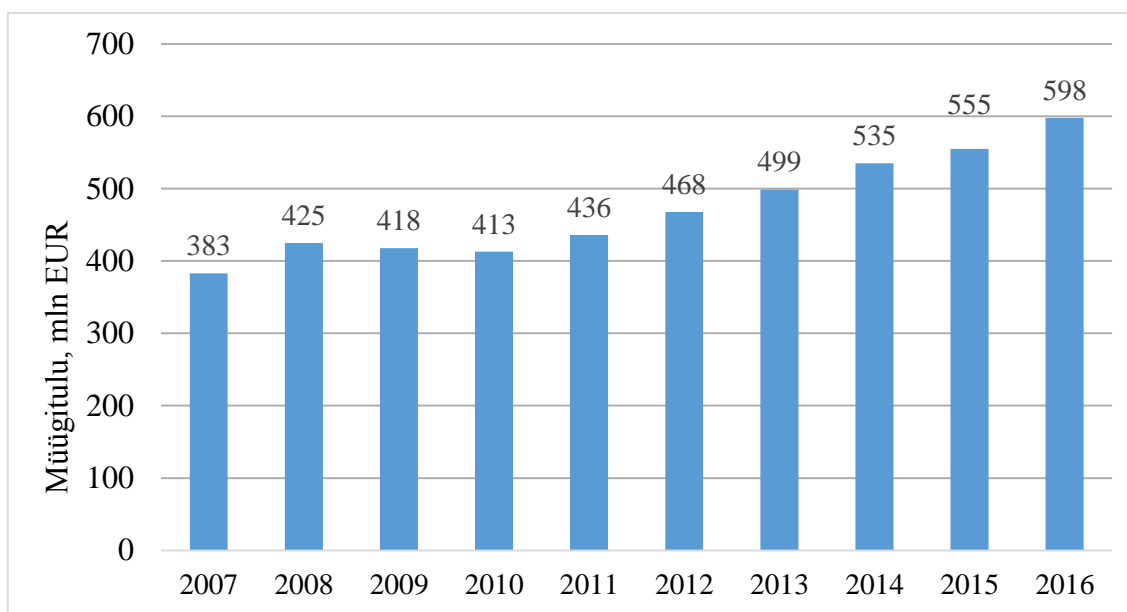
Tallinna Kaubamaja Grupp AS investeeris 2016. aastal 13,1 miljonit eurot, mida on 36% vähem kui 2015. aastal, kui investeeriti 20,5 miljonit eurot. 2016. aastal investeeris ettevõtte 7,6 miljonit eurot supermarketite ärisegmendis, 2015. aastal oli see näitaja 4,4 miljonit eurot. Avati kolm uut kauplust ning renoveeriti Tondi ja Veeriku Selver. Investeering sisaldas ka remondi- ja värskendustöid, arvutustehnika uuendamist ja ostmist, SelveEkspressi süsteemi realiseerimist ja kasutamist. (Tallinna Kaubamaja Grupp 2017a)

2016. aasta oli Tallinna Kaubamaja Grupile väga edukas, teeniti kontserni ajaloo suurim müügitulu. Aasta oli üsna edukas kõigile kontserni segmentidele, puhaskasum kasvas mõnes olulises ärisegmendis. Ehitati kolm uut Selveri kauplust, renoveeriti Tartu kaubamaja ja uuendati Tallinna kaubamaja välimust. Kontserni ärimudel baseerub e-kaubanduse arendusel. 2016. aastal

investeeritud 13,1 miljonist eurost läks suur osa e-kaubanduse arendamiseks, kuna ettevõtte arvamuse kohaselt on see tänapäeval väga perspektiivne valdkond. (Tallinna Kaubamaja Grupp 2017a)

Kui võrrelda aktsia hinda aastatel 2010 ja 2007, siis see oli vastavalt 3,62 ja 6,85 eurot. Aktsia hinna langus oli üks põhilistest põhjustest, miks aastatel 2008 ja 2009 äri- ja puhaskasum vähenes. Viimastel aastatel on kontsern edukalt säilitanud kasvutrendi.

Joonisel 1 on esitatud Tallinna Kaubamaja Grupi müügitulu ülevaade aastatel 2007–2016, mis on koostatud lisades 1 ja 2 esitatud andmete põhjal. Jooniselt on näha, et aastatel 2007–2011 oli kontserni müügitulu suhteliselt stabiilne. Suurim langus toimus pärast majanduskriisi aastal 2008, langus jätkus veel paari aasta jooksul kuni aastani 2010. Pärast seda hakkas ettevõtte müügitulu kasvama ja kasv jätkub.

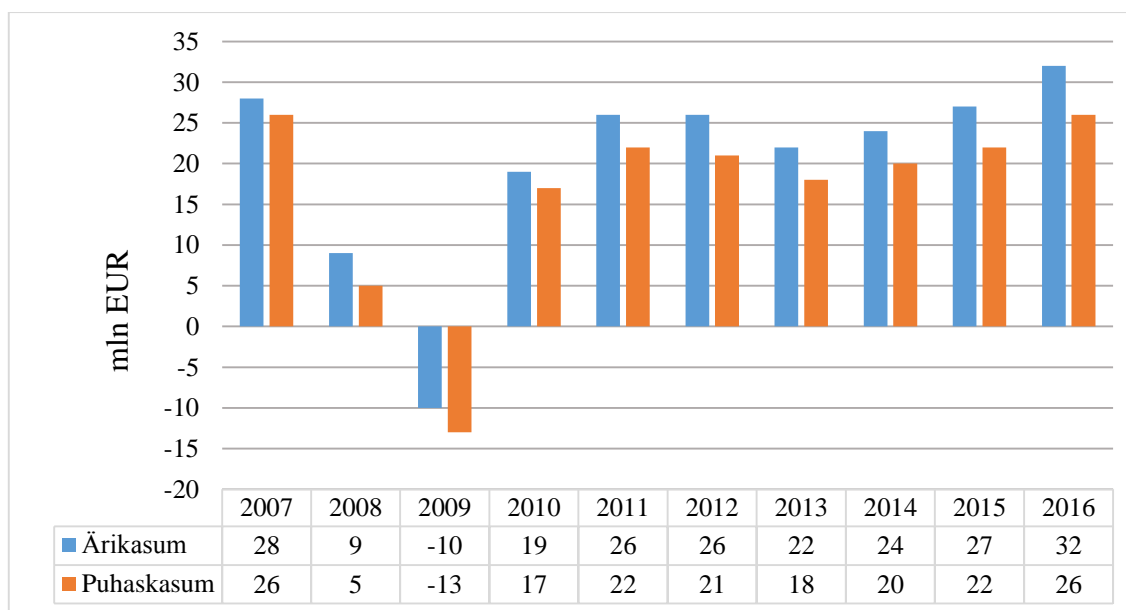


Joonis 1. Tallinna Kaubamaja Grupp AS müügitulu aastatel 2007–2014  
Allikas: Autori koostatud lisa 1 ja lisa 2 toodud andmete alusel

2016. aasta konsolideeritud aastaaruanne põhjal on ettevõtte juhtkond esitanud arvamuse, et aasta oli üsna edukas tervele kontsernile, kuna ettevõtte kõik segmendid suurendasid oma müügitulu. 2016 aastal toimus kõige suurem kasv autokaubandussegmentis.

Kontserni juhtkond arvab, et 2016. aastal soodustas majanduskeskkond tarbimist, seetõttu toimus hea müügitulu kasv ka teistes kontserni segmentides, vaatamata sellele, et turul oli üsna tihe konkurents. Veel mainib kontserni juhtkond seda, et toimus palkade kasv Eestis, mistõttu tehti muudatusi palgatasemetes. (Tallinna Kaubamaja Grupp 2017a)

Joonisel 2, mis on koostatud lisades 1 ja 2 esitatud andmete põhjal, on esitatud Tallinna Kaubamaja Grupp AS puhaskasum ja ärikasum aastatel 2007–2016. Aastatel 2008 ja 2009 oli kõige madalam aktsia hind, vastavalt 1,49 eurot ja 1,5 eurot.



Joonis 2. Tallinna Kaubamaja Grupp AS ärikasum ja puhaskasum aastatel 2007–2016  
Allikas: Autori koostatud lisa 1 ja lisa 2 toodud andmete alusel

## 2.2. Ettevõtte väärtuse hindamine diskonteeritud rahavoogude meetodi alusel

### 2.2.1. Tallinna Kaubamaja Grupp vabade rahavoogude koostamine ja prognoos

Tallinna Kaubamaja AS tulude prognoosimine baseerub eelkõige kontserni 2016. aasta konsolideeritud majandusaasta aruandel. Selles dokumendis on toodud info sellest, et reaalarvestuses suurenesid elanike lõpptarbimiskulutused 4,1% võrra, kõige rohkem raha kulutati

toidukaupadele, vaba aja veetmisele ja transpordile. Eesti Panga 2016. aasta lõpus esitatud prognoosi järgi kasvab Eesti majandus 2017. aastal 1%. Tarbijahinnaindeks kasvas 2016. aasta lõpus 0,1% võrra. (Tallinna Kaubamaja Grupp 2017a)

Kontserni finantsüksus jälgib pidevalt, et oleks piisavalt raha operatiivtegevuse rahastamiseks ja laenukohustuste täitmiseks. 2016. majandusaasta aruande järgi on Tallinna Kaubamaja Grupil tugev finantssektori tugi, mille aluseks on kontserni tugev likviidsus ja areng. Ettevõtte on kogenud, et on võimalik leida täiendavaid finantseerimisvahendeid soodsate intressimääradega, samuti on võimalik refinantseerida või pikendada olemasolevaid laene. (Tallinna Kaubamaja Grupp 2017a)

Tabelis 3 on esitatud rahavoogude prognoosimiseks kasutatud näitajate osakaalud ja kasvumäärad. Kõik näitajad on protsentides.

Tabel 3. Tallinna Kaubamaja Grupp AS rahavoogude prognoosimiseks kasutatavate näitajate osakaalud ja kasvumäärad (protsentides)

Näitaja	Osakaal
Müügitulu kasv aastas	7,7
Maksumäär	20
Käibekapitali osakaal müügitulust	21,85
Investeeringute osakaal müügitulust	2
EBITDA marginaal	8
Halduskulud käibest	1,1

Allikas: Autori arvutused

Tallinna Kaubamaja Grupi 2016. aasta konsolideeritud aruande alusel eeldab töö autor, et ettevõtte müügitulu kasv jääb samale tasemele nagu aastal 2016 ehk 7,7% (Rahandusministeerium 2016). Põhjus on selles, et kontsern plaanib realiseerida sellel aastal järgmised suured projektid: kolme uue kaupluse avamine, SelveEkspressi üsna suur laiendamine, autokaubanduse arendamine ja Tallinna uue kaubamaja arendus. Rahandusministeeriumi prognoosi järgi oodatakse 2017. aastaks majanduskasvu kiirenemist 3,4 protsendini.

Ettevõtte käibekapital oli 2016. aasta lõpu seisuga on juba positiivne 7 293 000 eurot, erinevalt 2015. aastast, kui käibekapital oli negatiivne 15 231 000 eurot. Ettevõtte käibevara maht



oli 2016. aasta lõppu seisuga 117 957 000 eurot ja 2015. aastal 95 212 000 eurot. Ettevõtte juhtkonna arvamuse järgi paranes ettevõtte käibekapitali seis investeringumahu vähenemise ja teatud laenude restruktureerimise tõttu. Teiselt poolt muutus ettevõtte investeerimistegevuse rahalise mahu vähenemise tõttu ka kontserni likviidsuskordaja, mis koosneb ettevõtte varude võrra vähendatud käibevarast ja lühiajalistest kohustustest. 2016. aastal oli likviidsuskordaja 0,43, 2015. aastal aga 0,31. Juhtkonna arvamuse järgi ettevõttel likviidsusprobleemi ei ole ja järgmise viie aasta jooksul on plaanis vähendada lühiajaliste kohustuste mahtu. Nende andmete põhjal järeldab töö autor, et ettevõtte saab säilitada käibevara kasvu eelmise aasta tasemel.

Käibekapitali osakaal müügitulust peaks olema 21,85% ja investeringute osakaal müügitulust tõenäoliselt 2%, kuna ettevõtte plaanib vähendada investeringute mahtu.

Konserni vabade rahavoogude prognoosimiseks eeldab autor, et brutomarginaali tase ehk EBITDA marginaal jääb samaks nagu oli 2016. ja 2015. aastal ehk 8%. Halduskulud moodustavad käibest umbes 1,1%. Autor eeldab, et järgmiseks viieks aastaks jääb kulude keskmine tase samaks.

Tabel 4 näitab uuritud ettevõtte prognoositud vabu rahavooge ja nende koostist. Tabeli esimeses lahtris on toodud 2016. aasta tegelikud tulemused, mis on võetud ettevõtte 2016. aasta konsolideeritud majandusaastaruandest. Ettevõtte prognoositud vabade rahavoogude arvutamiseks kasutati valitud ettevõtte majandusaasta aruannet ja autori poolt prognoositud näitajaid tabelist 3.

Tulemused, mis on toodud tabelis 4 annavad parema ülevaate sellest, kuidas ettevõtte vaba rahavoog aastatel 2017–2021 prognoosi järgi muutub. Kõik andmed on esitatud miljonites eurodes.

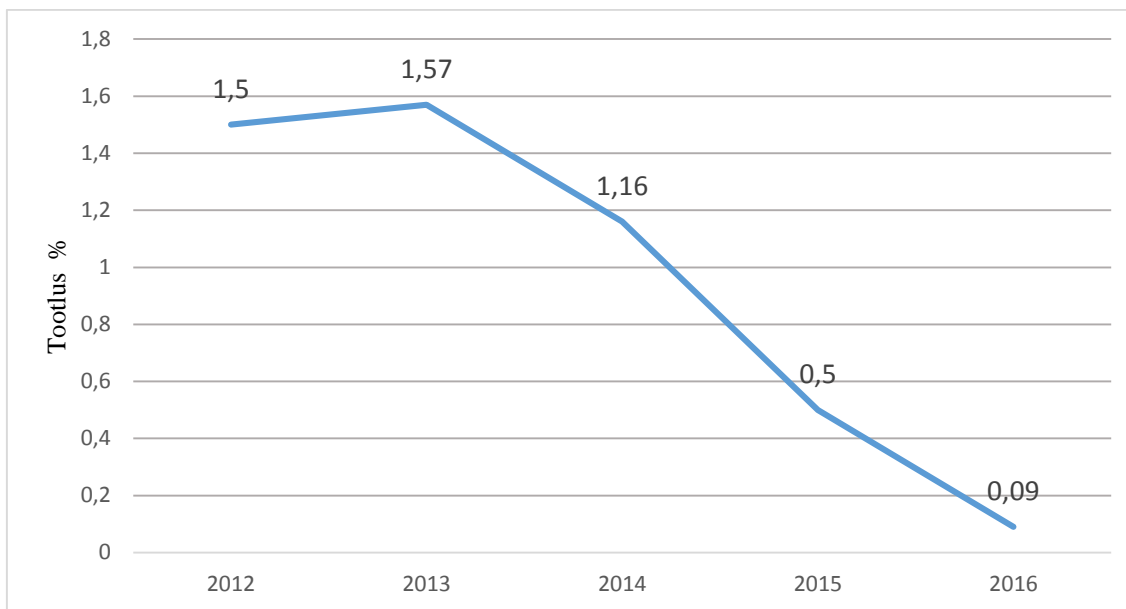
Tabel 4. Tallinna Kaubamaja Grupp AS vaba rahavoo prognoos aastateks 2017–2021 (miljonites eurodes)

Näitaja	Aasta					
	2016 (tegelikud andmed)	2017	2018	2019	2020	2021
Müügitulu	598,40	644,48	694,10	747,55	805,11	867,10
Kulu kaupadele, materjalidele ja teenustele	-445,42	-479,72	-516,66	-556,44	-599,28	-645,43
Brutokasum	152,98	164,76	177,45	191,11	205,82	221,67
Tööjõukulud	-56,37	-60,88	-65,75	-71,01	-76,69	-82,83
Tegevuskulud	-51,81	-55,95	-60,43	-65,27	-70,49	-76,13
Amortisatsioon	11,05	11,93	12,89	13,92	15,03	16,24
Ärikasum	33,75	35,99	38,38	40,91	43,61	46,49
Investeeringud põhivarasse	-13,15	-14,20	-15,34	-16,57	-17,89	-19,32
Ettevõtte vaba rahavoog (FCFF)	31,65	33,72	35,93	38,27	40,76	43,40

Allikas: Autori arvutused ja ettevõtte konsolideeritud aastaaruanne 2016

### 2.2.2. Kapitali kaalutud keskmise hinna ja terminaalkäätuse leidmine

Tavaliselt kasutatakse omakapitali hinna leidmiseks CAPM mudelit. Riskivaba tulumäära arvutamisel võetakse konkurentsiameti soovitusel aluseks Saksamaa kümneaastase võlakirja viimase viie aasta keskmine tootlus (Juhend 2016, 9). Selle võlakirja keskmine tulu aastatel 2012–2016 oli 0,96% (vt joonis 3). Riskivaba tulumäära leidmiseks tuleb kasutada Eesti riigi riskipremiat. Damadorani (2017) andmetel oli Eesti aktsiaturgude riskipremia 2017. aasta jaanuari seisuga 1,00%. Nende andmete põhjal tuleb riskivabaks tulumääraks 1,96%.



Joonis 3. Saksamaa kümneaastase võlakirja keskmine tootlus aastatel 2012–2016

Allikas: OECD koduleht 2017

Järgnevalt tuleb leida majandusharude finantsvõimendusega beetakordajad ja neid korrigeerida vastava valdkonna keskmise finantsvõimendusega (Juhend 2016, 12). Jae- ja hulgi-kaubanduse võimendusega beetakordaja on Damodarani (2017) andmetel 0,69.

Vastavalt sellele on Tallinna Kaubamaja Grupp AS väärtuse hindamisel kasutatud beetakordajat, mida võrdub 0,69. Turu riskipreemia leidmiseks tuleb kasutada USA aktsiaturgude riskipreemiat. Damodarani (2017) andmetel oli USA aktsiaturgude riskipreemia 2017. aasta jaanuari seisuga 5,30%.

Tavaliselt, ettevõtte omakapitali hinna leidmiseks kasutatakse CAPM (inglise keels *capital assets pricing model*) mudelit. Omakapitali hinna leidmiseks CAPM mudeli kaudu, tuleb teada riskivaba tulumäära, ettevõtte beetakordajat ja turu riskipreemiat. Antud juhul ettevõtte omakapitalihind võrdub 5,62%-ga. Antud näitaja ehk omakapitali hind on leitud järgmise valemi abil:

$$r_e = r_f + \beta \times r_m \quad (12)$$

kus

- $r_e$  - omakapitali hind (%),
- $r_f$  - riskivaba tulumäär (%),
- $\beta$  - beetakordaja ehk ettevõtte aktsia süstemaatiline risk,
- $r_m$  - turu riskipremia (%).

Võõrkapitali hinna leidmiseks kasutati valitud ettevõtte kaalutud keskmist intressimäära. 2016. aasta aruanne järgi on ettevõtte tegelik intressimäär 0,96%.

Ettevõtte kapitali kaalutud keskmiseks hinnaks kujuneb antud andmete põhjal seega 3,40%. Ettevõtte kapitali kaalutud keskmise hinna leidmiseks vajalikud näitajad on esitatud tabelis 5. Kõikide tegurite väärtused on toodud protsentides.

Ettevõtte kapitali kaalutud keskmine hind ehk kapitali hind arvutatakse järgneva valemi abil (Folger, 4):

$$WACC = k_e \times \frac{OK}{VK+OK} + k_d \times \frac{VK}{VK+OK} \quad (13)$$

kus

- $WACC$  - ettevõtte kapitali kaalutud keskmine hind,
- $k_e$  - omakapitali hind (%),
- $k_d$  - võlakapitali hind (%),
- $OK$  - omakapitali osakaal (%),
- $VK$  - määratud võlakapitali osakaal (%),
- $VK+OK$  - võlakapitali ja omakapitali osakaalud kokku (%).

Tabel 5. Tallinna Kaubamaja Grupp AS kapitali kaalutud keskmise hinna leidmise näitajad (protsentides)

Tegur	Väärtus
Eesti riigi riskipreemia, %	1,00
Saksamaa võlakirja intress, %	0,96
Riskivaba tulumäär, %	1,96
Turu riskipreemia, %	5,3
Võimenduseteta beeta	0,69
Ettevõtte omakapitali hind, %	5,62
Ettevõtte võõrkapitali kaalutud hind, %	0,96
Võõrkapitali osakaal, %	47,55
Omakapitali osakaal, %	52,45
Kapitali kaalutud keskmine hind (WACC), %	3,40

Allikas: Autori koostatud

Omakapitali ja võõrkapitali osakaalu leidmiseks on kasutatud ettevõtte omakapitali suurst, mis on 203,844 miljonit eurot, ja ettevõtte kõikide kohustiste summat, mis oli 2016. aasta aruandes 184,839 miljonit eurot.

Ettevõtte väärtuse leidmiseks tuleb järgmiseks diskonteerida leitud rahavood. Tabelis 6 on toodud ettevõtte viie aasta prognoositud diskonteeritud rahavood ning ettevõtte terminaalkväärtused diskonteerimata ja diskonteeritud rahavoogudega. Terminaalkväärtuse leidmiseks on kasutatud valemit 12.

Tabel 6. Tallinna Kaubamaja Grupp AS diskonteeritud rahavood aastatel 2017–2020 (miljonites eurodes)

	2017	2018	2019	2020	2021	Terminaalkväärtus
Diskonteerimata rahavood:	33,72	35,93	38,27	40,76	43,40	2676,33
Diskonteeritud rahavood:	32,61	33,61	34,62	35,66	36,72	2264,32

Allikas: Autori koostatud

Terminaalkväärtuse leidmiseks on kasutatud prognoositud viimase perioodi vaba rahavoogu, mis on 43,40 miljonit eurot.

Pikaajalise kasvumäära hindamisel on arvestatud, et Tallinna Kaubamaja Grupi finants-eesmärkide kohaselt plaanitakse tõenäoliselt säilitada omakapitali tootlus eelmise aasta tasemel, mis oli 13% ehk vahemikus 12–14%, ja umbes 80% kasumist ehk vahemikus 70%–90% plaanib ettevõtte dividendinda välja maksta, seega on kasvumääraks võetud 1,75%.

Vastavalt eeltoodule on ettevõtte terminaalväärtuseks 2 676,33 miljonit eurot. See on arvutatud järgmise valemi järgi (Folger, 5):

$$TV = \frac{a}{(b-c)} \quad (14)$$

kus

- TV* - terminaalväärtus,
- a* - viimasele perioodile järgnevad vabad rahavood ettevõttes,
- b* - kapitali kaalutud keskmine hind,
- c* - jätkukasvumäär.

Ettevõtte väärtuse leidmiseks on kasutatud ettevõtte terminaalväärtust, mis on 2 264,32 miljonit eurot, ja nii nüüdset kui ka prognoositud rahavoogu. Ettevõtte väärtuse arvutatakse järgmise valemi järgi (Folger, 5):

$$EV = \sum_{i=1}^n \frac{FCFF_i}{(1+WACC)^i} + \frac{TV}{(1+WACC)^n} \quad (15)$$

kus

- EV* – ettevõtte väärtus,
- n* – aastate arv,
- TV* – terminaalväärtus,
- i* – spetsiifilised aastad,
- WACC* - kapitali kaalutud keskmine hind,
- FCFF* - vaba rahavoog ettevõttele.

Lähtudes eeltoodust, on ettevõtte väärtus 2 437,53 miljonit eurot. Järgmisena tuleb maha arvestada ettevõtte netovõlg. Tallinna Kaubamaja Grupp AS 2016. aasta aruande järgi on see 68,249 miljonit eurot.

Vastavalt eeltoodule on Tallinna Kaubamaja Grupi hinnanguline väärtus 2 369,28 miljonit eurot. Ettevõtte aktsiate arv on 40 729 200, seega ühe aktsia väärtuseks tuleb 5,82 eurot.

Tallinna Kaubamaja Grupp aktsia sulgemishind 5.5.2017 seisuga oli 9,20 eurot, mis teeb turuväärtuseks 3 747,09 miljonit eurot. Diskonteeritud rahavoogude hinnanguline väärtus on seega

väiksem võrreldes ettevõtte praeguse väärtusega. Selle tulemuse alusel võib teha järelduse, et uuritud ettevõtte on üle hinnatud.

Põhjuseks, miks ettevõtte on üle hinnatud, võib olla ettevõtte edukas dividendipoliitika ja tugev seis koduturul, kuna see on üks populaarsemaid kodumaiseid ettevõtteid, mis tegutseb Eesti turul juba rohkem kui 50 aastat. Üks veel põhjustest, miks aktsia hind oli saatnud väiksem kui aktsia turuhind võiks olla ka selles, et aktsia hinna leidmiseks kasutati üsna konservatiivne kasvumäär ehk 1,75%. Tõenäoliselt, et turu investoriid ootaksid, et ettevõtte kasvumäär oleks rohkem kui antud kasvumäär.

Tuleb veel rõhutada, et uuritud ettevõtte ehk Tallinna Kaubamaja Grupp on Eesti kaubanduse turuliider ja terve Balti regiooni üks tugevamaid ja edukamaid börsiettevõtteid. Veel, koduregioonis antud ettevõttel on väga hea maine, mis ka positiivselt mõjutab ettevõttele positsioonile nii kodu- kui ka välisurul.

### 2.2.3. Tallinna Kaubamaja Grupp väärtuse hindamine ja sensitiivsusanalüüs

Sensitiivsusanalüüs näitab, kuidas ettevõtte aktsia väärtus sõltub kasvumäära ja kapitali hinna muutumisest. Kõik teised ettevõtte väärtuse leidmiseks kasutatud näitajad jäävad samaks.

Tabelis 7 on toodud ettevõtte aktsia hinna sõltuvus kaalutud kapitali hinnast ja kasvumäärast. Tabel näitab, et ettevõtte aktsia hind on väga tundlik nii kasvumäära kui ka WACC muutuste suhtes.

Tabel 7. Tallinna Kaubamaja Grupp aktsia hinna sõltuvus kapitali hinnast ja stabiilsest kasvumäärast (eurodes)

WACC	Kasvumäär				
	1,25%	1,50%	1,75%	2,00%	2,25%
2,90%	5,93	6,96	8,44	10,73	14,79
3,15%	5,12	5,87	6,89	8,35	10,63
3,40%	4,50	5,07	5,82	6,83	8,27
3,65%	4,01	4,46	5,02	5,76	6,76
3,90%	3,61	3,97	4,42	4,98	5,71

Allikas: Autori koostatud

Sensitiivsusanalüüsi abil on näha, et antud juhul valitud ettevõtte aktsia hind on üsna tundlik kapitali hinna ja kasvumäära muutuste suhtes. Hind varieerub vahemikus 3,61 kuni 14,79 eurot ühiku kohta. Kõige kõrgem tulemus ehk suurim aktsia väärtus, 14,79 eurot ühe aktsia kohta, oleks võimalik sellisel juhul, kui ettevõtte kasvumäär oleks 2,25% ja ettevõtte WACC ehk kapitali kaalutud keskmine hind 2,90%. Ettevõtte aktsia väikseim hind, 3,61 eurot ühe aktsia kohta, oleks sellisel juhul, kui ettevõtte kasvumäär oleks 1,25% ja WACC 3,90%.

Tavaliselt kasutatakse aktsia väärtuse leidmiseks Gordoni mudelit (valem 6). Tabelis 8 on esitatud vajalikuid andmeid ettevõtte aktsia hinna leidmiseks Gordoni mudeli abil.

Tallinna Kaubamaja Grupi 2016. aasta aruandes on toodud, et väljamakstavate dividendide määramisel arvestab ettevõtte kõigepealt väärtpaberituru üldist kapitalitootlust ja tuumik-aktsionäride dividendiootuseid. Kui võrrelda eelmiste aastatega, siis võib teha järelduse, et ettevõtte plaanib säilitada dividendide maksmise kasvutempo. 2013. aastal sai investor ainult 0,15 eurot aktsia kohta, 2016. aastal aga juba 0,63 eurot aktsia kohta. Teiselt poolt, kaubeldud aktsiate arv väheneb. Nende andmete põhjal autor eeldab, et oodatav dividend on järgmisel perioodil 0,64 eurot aktsia kohta. (Tallinna Kaubamaja Grupp 2017a)

Gordoni mudeli kasutamiseks tuleb teada, ettevõtet oodatavat dividendi järgmisel perioodil, nende oodatavat kasvumäära ja ettevõtet omakapitali nõutavat tulunormi. Tabelis 8 on toodud kõik vajalikud suhtarvud ja nende väärtus ettevõtte aktsia väärtuse leidmiseks Gordoni mudeli kaudu.

Lähtudes ettevõtte 2016. aasta aruandest ja riigi majanduse seisust, eeldab autor, et väljamaksemäär jääb samale keskmisele tasemele. Siis on ettevõtte oodatav dividendi kasvumäär tõenäoliselt võrdne ettevõtte kasvumääraga.

Omakapitali nõutav tulumäär on saadud autori WACC arvutusest ja dividendide kasvumäär Tallinna Kaubamaja Grupp AS dividendide kasvumäära põhjal aastatel 2012–2016.



Tabel 8. Tallinna Kaubamaja Grupp vajalikud andmed Gordoni mudeli kasutamiseks

Näitaja	Väärtus
Oodatav dividend järgmisel perioodil	0,64 eurot aktsia kohta
Omakapitali nõutav tulunorm	5,62%
Dividendide oodatav kasvumäär	1,75%

Allikas: Autori arvutused

Gordoni mudeli abil saadi, et valitud ettevõtte ehk Tallinna Kaubamaja Grupi aktsia väärtus on 16,54 eurot. See tulemus on peaaegu kaks korda suurem kui aktsiasulgemishind 5.5.2017, mis oli 9,20 eurot.

Seega võib teha järelduse, et hea dividendide maksmine võib positiivselt mõjutada ettevõtte turuväärtust, aga tegelikult saadud tulemus on liiga positiivne ja mitu korda suurem kui leitud õiglane väärtus 5,82 eurot. Erinevus õiglase väärtuse ja Gordoni aktsia väärtuse vahel on 10,72, mis võrdub 64,81%-ga.

### 2.3. Tallinna Kaubamaja Grupp hindamine suhtarvude võrdlemise alusel

Hindamisel suhtarvude alusel tuleb olla väga ettevaatlik, kuna madal või kõrge hinnatase ei tähenda alati, et valitud ettevõtte on ala- või ülehinnatud.

Objektiivsema hinnangu andmiseks tuleb analüüsida erinevaid näitajaid. Kui ettevõttel on madal hinnatase, siis tõenäoliselt on ettevõttes ebakompetentne juhtkond, väike tulude kasv, regionaalsed mõjurid või mõni muu tegur.

Käesolevas töös ettevõtte hindamisel kasutatakse järgmiseid suhtarve: P/E ehk suhe aktsia hinna ja kasumi aktsia kohta vahel, P/B mis näitab aktsiahinna ja omakapitali suhet, P/S ehk suhe aktsia turuhinna ja müügitulu aktsia kohta vahel. Viimane suhtarv ehk EV/EBITDA koosneb ettevõtte turuväärtust ja tema kasumist enne intresse, makse ja kulumit. Lisaks, antud suhtav koosneb turukapitalisatsioonist ja puhasvõlast.

Suhtarvude võrdlemise meetodi kasutamisel tuleb mainida seda, et enamikul juhtudel mõned suhtarvud on võimalik leida ja arvutada nii tulevaste prognooside kui ka ettevõtte ajalooliste finantsandmete ja tulemuste põhjal. Tuleb rõhutada seda, et kui analüüs toimub ajalooliste

finantsnäitajate ja andmete põhjal, siis võrdlus ettevõtte suhtarvude alusel toimub märgatavalt lihtsam kui analüüs prognoositavate andmete põhjal. Põhjus on selles, et kui kasutatakse analüüsi, mida keskendub prognoositavate finantsandmetele, siis suhtarvude kvaliteet hästi oleneb terve prognoosi kvaliteediga. (Investeerimisõpik 2017)

Tabelis 9 on esitatud vajalikuid andmeid Tallinna Kaubamaja Grupp AS suhtarvude leidmiseks ja analüüsimiseks. Tabeli koostamiseks kasutati valitud ettevõtte finantstulemusi ja põhinäitajaid konsolideeritud 2016. majandusaasta aruandest.

Tabel 9. Tallinna Kaubamaja Grupp vajalikud andmed suhtarvude leidmiseks

Näitaja	Väärtus
Aksia sulgemishind 5.05.2017	9,20 eurot
Kasum aktsia kohta (EPS)	6,31 eurot
Puhaskasum (viimased 12 kuud)	25,7 miljonit eurot
Müügitulu (viimased 12 kuud)	598,4 miljonit eurot
Müügitulu aktsia kohta	146,92 eurot
Omakapital 31.12.2016	203,844 miljonit eurot
Omakapital aktsia kohta	50,05 eurot
EBITDA (viimased 12 kuud)	47 miljonit eurot
Netolaenu 31.12.2016	68,249 miljonit eurot

Allikas: Autori arvutused

Ettevõtte väärtuse hindamiseks ja analüüsimiseks kasutati andmeid tabelist 10, mis näitab järgmisi suhtarve: P/E, P/B ja EV/EBITDA. Tabelis on esitatud samad suhtarvud valitud ettevõtte põhitegevusala ja terve sektori kohta ning DCF analüüsi alusel. Sektori suhtarvud koosneb Euroopa keskmiste suhtarvudest.

Tabel 10. Tallinna Kaubamaja Grupi, DCF põhise ja terve sektori suhtarvud

Näitaja	Suhtarv			
	P/E	P/B	P/S	EV/EBITDA
Tallinna Kaubamaja Grupp	15,33	1,84	0,63	7,97
DCF põhine	9,70	1,16	0,40	5,04
Terve sektor	22,93	4,01	0,32	8,00

Allikas: Damodaran 2017, autori arvutused

Aksia hinna ja aktsia kasumi suhte (P/E) leidmiseks tuleb leida ettevõtte viimase 12 kuu kasum, aktsia sulgemishind börsil ja aktsiate maht. Selle näitaja leidmiseks kasutati aktsia 5.5.2017 sulgemishinda 9,20 eurot. Aktsiate maht on 40 0729 200 aktsiat.

Arvestades ettevõtte P/E suhtarvu 15,33, võib teha järelduse, et 1 euro kasumi teenimiseks peab olema investeeritud 15,33 eurot (Investeerimisõpik 2017).

Ettevõtte P/E on terve sektori omast väiksem. Üks põhjus võib olla see, et Tallinna Kaubamaja Grupil on suhteliselt madal mõju sektorile. Teine põhjus on tõenäoliselt see, et valitud ettevõtte turuosa on võrreldes terve sektoriga suhteliselt väike. DCF analüüsil põhinev suhtarv on veel väiksem, võrreldes sektori ja ettevõtte tulemusega. Antud juhul P/E suhtarvu väärtus, mis oli saatnud DCF analüüsi põhjal on 9,70 ja antud suhtarvu näitaja on 36,73% väiksem võrreldes ettevõtte tulemusega, mis on 15,33. Põhjus võib olla selles, et DCF analüüsi kaudu saadi tulemuseks, et ettevõtte aktsia hind on väiksem kui tema praegune turuhind.

Kui vaadata ettevõtte P/E ajaloolisi muutusi, siis on näha, et alates aastast 2014 on see näitaja kasvanud: kui 2014. aastal oli see suhtarv oli 10,2, siis eelmisel aastal juba 13,00. Tavaliselt on kõrgem P/E kiirestikasvavatel ettevõtetel, näiteks infotehnoloogiaettevõtetel, stabiilsetel ettevõtetel võiks see olla isegi sektori keskmisest väiksem. Antud juhul, Tallinna Kaubamaja Grupp on pigem stabiilne ettevõtte, seetõttu on tema P/E väärtus väiksem võrreldes sektori suhtarvuga.

Aksia hinna ja raamatupidamisliku väärtuse suhe P/B näitab investorite ootuseid kasvu-määra ja investeerimisprojektide väärtuse suhtes. Tavaliselt eelistavad investorid aktsiaid, mille väärtus on väiksem kui raamatupidamislik väärtus. Teiselt poolt võib osta aktsiaid, mille P/B on väiksem võrreldes sektori keskmisega. (Investeerimisõpik 2017)

Kui võrrelda ettevõtte, sektori ja tegevusala suhtarvu P/B, siis on näha üsna suurt erinevust. Sektori P/B on 4,01, aga ettevõtte P/B aastaaruande alusel on 1,8. DCF analüüsi järgi saadud suhtarv on veel väiksem. Põhjus on selles, et DCF analüüsi järgi on ettevõtte aktsia hind väiksem võrreldes tema praegu seisuga.

Kolmas suhtarv, mis võib aidata ettevõtte hindamisel, on P/S ehk aktsia hinna ja ühe aktsia tulu suhe. Tabelist 10 on näha, et ettevõtte P/S on võrreldes terve sektoriga on natuke kõrgem. DCF analüüsi abil saadud P/S on 0,4, mis on natuke väiksem võrreldes ettevõtte praeguse seisuga.

Finantsmaailmas kasutatakse ettevõtte väärtuse hindamiseks suhtarvu EV/EBITDA, mis näitab tasuvusaega ehk kui palju aastaid on investoril vaja, et oma raha tagasi saada juhul, kui

EBITDA ehk kasum enne intresse, makse ning kulumit jääb tulevikus samaks. EBITDA kordaja võib eri sektorites olla üsna erinev, objektiivsema hinnangu saamiseks tuleb seda suhtarvu võrrelda sama sektori piires, kus tegutseb valitud ettevõtte.

Madalam EBITDA võib näidata seda, et tõenäoliselt on vaadeldavas ettevõttes suuremad riskid ja samal ajal madalam laenude osakaal. Ettevõttel, millel on suurem kasvupotentsiaal ja suurem kulumi piirmäär, on tõenäoliselt kõrgem EBITDA. (Investment agency 2014)

Antud juhul oli ettevõtte EV/EBITDA 2016. aasta lõpu seisuga 7,97 ja terve sektori vastav suhtarv 8,00. Seega on ettevõtte suhtarv on suhteliselt samal tasemel nagu tervel sektoril, kuid natuke madalam võrreldes Euroopa keskmise väärtusega.

## **2.4. Saadud tulemuste hindamine ja arutus**

Käesolevas töös valitud ettevõtte Tallinna Kaubamaja Grupp AS väärtuse hindamiseks kasutati diskonteeritud rahavoogude meetodit ja hindamist suhtarvude võrdluse alusel. Esimeses meetodis kasutati ettevõtte prognoositud tuleviku rahavooge mõjutavaid näitajaid, vabasid rahavooge, kapitali keskmist hinda ja pikaajalist kasvumäära. Teises meetodis kasutati suhtarve P/E, P/B, P/S ja EV/EBITDA.

Tulemuse saavutamiseks tuleb teha põhjalikku eeltööd, et leida tegureid, mis mõjutavad prognoositavaid rahavoogusid. Ettevõtte väärtuse leidmiseks diskonteeritud rahavoogude meetodil kasutati ettevõtte konsolideeritud ja auditeeritud 2016. majandusaasta aruannet, kust võeti põhinäitajad ja nende muudud aastatel 2012–2016.

Teises meetodis võrreldi valitud ettevõtte näitajaid terve sektori, kus ettevõtte tegutseb, tema põhitegevusala ja DCF analüüsi tulemustega. Mainitud näitajate abil tehtud võrdlus aitas ettevõtte hindamisel.

Diskonteeritud rahavoogude meetodi kasutamine ettevõtte tegelikku väärtuse hindamiseks baseerub finantsvara fundamentaalsel väärtusel, kuid selle sisendid ja eeldused sisaldavad müra, mis teeb prognoosimise keerulisemaks, ja on vajaliku tulemuse saamiseks manipuleeritavad. Lisaks tuleb rõhutada, et see meetod on suhteliselt subjektiivne.

DCF analüüsi abil leiti, et Tallinna Kaubamaja Grupp AS hinnanguline väärtus on 2 369,28 miljonit eurot, kuna Tallinna Kaubamaja Grupi aktsiate arv on 40 729 200 ja ühe aktsia väärtuseks tuleb seega 5,82 eurot. See tulemus, näitab, et ettevõtte väärtus on üle hinnatud, sest ettevõtte turu aktsia turuhind oli 5.5.2017 seisuga 9,20 eurot.

Ülehindamise põhjused võivad olla erinevad, näiteks tugev positsioon koduturul ja Nasdaq Balti börsil, kuna ettevõtte tegutseb börsil juba palju aastaid. Teine põhjus võib olla see, et ettevõtte müügitulu on kasvanud juba seitse aastat järjest ja ettevõtte suurendab dividendimakseid.

Sensitiivsusanalüüs, mis näitab, kui palju sõltub ettevõtte väärtus kapitali kaalutud keskmisest hinnast ja stabiilsest kasvumäärast, demonstreeris, et isegi väikesed muutused kapitali keskmises hinnas või kasvumääras võivad põhjalikult mõjutada autori leitud Tallinna Kaubamaja Grupi aktsia väärtust (vt tabel 7).

Ettevõtte väärtuse hindamiseks kasutati ka Gordoni mudelit, mis on õiglase väärtuse leidmisel üsna kasulik, aga ainult sellisel juhul, kui ettevõtte asub stabiilses olekus, s.t dividendide kasvutempo jääb samaks terve perioodi jooksul. Gordoni mudeli abil saadi, et ettevõtte aktsia väärtus on 16,54 eurot, mis on 44,38% suurem kui ettevõtte aktsia 5.5.2017 sulgemishind 9,20 eurot.

Ettevõtte väärtuse hindamiseks ja analüüsimiseks kasutati ka võrdlust suhtarvude alusel. Kasutatud järgmiseid suhtarvud P/E, P/B, P/S ja EV/EBITDA näitavad, et uuritud ettevõtte on mõnel juhul suhteliselt alla hinnatud, kui võrrelda terve sektori või ettevõtte põhitegevusalaga. Põhjus võib olla selles, et Euroopas tervikuna on uuritud ettevõtte mõju turule üsna nõrk. Teisalt näitavad P/S ja EV/EBITDA seda, et ettevõtte erinevus ei ole väga suur, seega võib teha järelduse, et ettevõtte väärtus on natuke madalam kui keskmine turu tase.

DCF analüüsi ja suhtarvude võrdluse kaudu saadud tulemused on erinevad. DCF analüüs näitas, et uuritud ettevõtte on üle hinnatud, aga suhtarvude võrdlemine näitas, et ettevõtte on natuke alla hinnatud. Niisuguse erinevuse põhjus võib olla selles, et ettevõtte seis koduturul ehk Eestis on üsna hea, aga kui võrrelda ettevõtet terve sektori ja tegevusalaga, siis on tema väärtus on juba natuke väiksem kui keskmine. Teine põhjus, võiks olla selles, et need suhtarvud, mis kasutati suhtarvude võrdlemise meetodis ei ole päris üheselt võrreldavad Tallinna Kaubamaja Grupiga, kuna need ei ole Baltikumi regiooni suhtarvud.

Kokkuvõtteks saab öelda, et uuritud ettevõtte ehk Tallinna Kaubamaja Grupp DCF analüüsi järgi on ülehinnatud koduturul. Antud juhul, ettevõtte õiglane väärtus võrdub 5,82 euroga aktsia kohta, aga ettevõtte aktsia turu väärtus 5.5.2017 seisuga on 9,20 eurot, mis näitab seda, et antud ettevõtte ülehinnatud 36,74% võrra.

## KOKKUVÕTE

Lõputöös uuriti börsiettevõtte väärtust diskonteeritud rahavoogude ja suhtarvude võrdlemise meetodi abil. Töö eesmärk oli nende meetodite abil leida Tallinna Kaubamaja Grupp AS õiglane väärtus.

Lõputöö esimeses osas esitati hindamise meetodite teoreetiline alus. Eesmärgi saavutamiseks keskenduti diskonteeritud rahavoogude hindamise ja suhtarvude võrdlemise meetoditele, sest need on ühed põhjalikumatest meetoditest ettevõtte väärtuse hindamiseks ja analüüsimiseks. Lõputöö teises osas on toodud ettevõtte väärtuse leidmise protsess diskonteeritud rahavoogude ja suhtarvude võrdlemise meetodil. Allikatena kasutati erialakirjandust, publikatsioone ja ettevõtte auditeeritud 2016. aasta aruannet.

Ettevõtte väärtuse hindamiseks diskonteeritud rahavoogude meetodil tuleb kõigepealt prognoosida ettevõtte tuleviku rahavooge ja hinnata võimalikke riske, millest sõltub ettevõtte vara. Ettevõtte väärtuse leidmiseks sellel meetodil tuleb prognoositud rahavoogusid diskonteerida kapitali kaalutud keskmise hinnaga (WACC).

Kapitali kaalutud keskmine hind on kogu võlakapitali või laenukapitali ja omakapitali hind, mis saadakse omakapitali ja võlakapitali osakaalusid kasutades. See meetod on investoritele päris kasulik, sest ta annab parema ülevaate ettevõtte finantsseisundist, aidates leida ja analüüsida ettevõtte õiglast väärtust.

Diskonteeritud rahavoogude meetodil on nii eeliseid kui ka puudusi. Eelistest võib nimetada, et valitud uurimismeetod oleks päris kasulik investorile otsuse tegemisel, kui investor sooviks osta ärisid, mitte aktsiaid. Sel juhul oleks diskonteeritud rahavoogude meetod õige lähenemine, et hinnata, mida investor tegelikult võiks saada ettevõtte finantsvarast. Teiselt poolt ei arvesta see meetod seda, et kõik turu ettevõtted on ala- või ülehinnatud, mis teeb ettevõtte väärtuse ebaõiglasemaks.

Suhtarvude võrdlemise meetod aitab näidata, missugusel tasemel asub ettevõtte turul ning kui tugev on tema mõju tervele turule. Tavaliselt analüüsitakse suhtarve P/E, P/B, P/S ja

EV/EBITDA. Antud juhul, ettevõtte ja kontserni suhtarvude võrdlemine näitas, et ettevõtte on natuke alla hinnatud, aga tuleb mainida, et need suhtarvud, mis kasutati ettevõtte analüüsimiseks ei ole päris üheselt võrreldavad uuritud ettevõtete, kuna need ei ole Baltikumi regiooni suhtarvud.

Diskonteeritud rahavoogude meetodi kaudu leiti, et Tallinna Kaubamaja Grupi aktsia õiglane väärtus on 5,82 eurot, mis on umbes 36,74% võrra madalam kui 5.5.2017 sulgemishind, 9,20 eurot. Ettevõtte õiglaseks väärtuseks saadi 2 369,28 miljonit eurot. Põhjus, miks Tallinna Kaubamaja Grupp on ülehinnatud võib olla selles, kontserni seis koduturul ehk Eestis on üsna hea tasemel, sest et ettevõtte müügitulu on kasvanud juba seitse aastat järjest ja ettevõtte suurendab dividendimakseid neli aastat järjest.

Sensitiivsusanalüüsis esitati seos Tallinna Kaubamaja Grupi aktsia hinna, ettevõtte kapitali hinna ja stabiilse kasvumäära vahel. Analüüs näitas, et aktsia hind on üsna tundlik kapitali hinna ja kasvumäära muutumise suhtes.

Autori hinnangul on töö põhieesmärk teoreetilise aluse ja praktilise osa abil saavutatud. Ettevõtte õiglane väärtus on mainitud meetodite ja vahendite abil leitud ning analüüsitud.



## VIIDATUD ALLIKAD

- Aak, L.. *Brändide väärtuse hindamisel pole üksmeelt* . Allikas: Äripäev:  
[http://www.aripaev.ee/mod/static.pl?fname=eri/1871/new\\_eri\\_artiklid\\_187114.html&print=1&leht\\_id=1872&foorum=0](http://www.aripaev.ee/mod/static.pl?fname=eri/1871/new_eri_artiklid_187114.html&print=1&leht_id=1872&foorum=0)
- Aasa, M. (2013). *Õiglane hüvitis aktsiate ülevõtmistehingutes Eestis*. Allikas: DSpace. Tartu  
Ülikool: <http://dspace.ut.ee/handle/10062/32009>
- Aivar Voog, L. A. (26. Veebruar 2001. a.). *Kõrgeima rahalise väärtusega bränd on Kalev*.  
Allikas: Kantar Emor : <http://www.emor.ee/korgeima-rahalise-vaartusega-brand-on-kalev/>
- AS LHV Pank. (2017). *Investeeringisõpik*. Allikas: LHV finantsportaal:  
<https://fp.lhv.ee/academy/investmentguide/terms?locale=et&firstLetter=true&key=P>
- Assmann, M. (2016). *Ettevõtte väärtuse hindamine AS Merko Ehitus näitel*. Tallinn, Estonia.
- Biostrategy analytics. (17. 6 2013. a.). *Valuation of Pharmaceutical and Biotechnology Companies: DCF (Part 1)*. Allikas: Biostrategy analytics:  
<https://biostrategyanalytics.com/tag/balance-sheet-items/>
- Damodaran, A. (2001). *Corporate Finance: Theory and Practice*. Wiley.
- Damodaran, A. (2006). *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. John Wiley & Sons.
- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. John Wiley & Sons.
- Damodaran, A. (01 2017. a.). *Country Default Spreads and Risk Premiums*. Allikas:  
[http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ctryprem.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html)
- Damodaran, A. (05. 01 2017. a.). *Data: Current* . Allikas: Damodaran online:  
[http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New\\_Home\\_Page/datacurrent.html](http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html)
- Eerme, M. (26. 01 2017. a.). *Tallinna Kaubamaja Grupi maksueelne kasum kasvas 2016. aastal 19,4%*. Allikas: Äripäev: <http://www.kaubandus.ee/uudised/2017/01/26/tallinna-kaubamaja-grupi-maksueelne-kasum-kasvas-2016-aastal-194>
- Eesti Päevalehe AS. (2008). *Väärtpaberite teejuht*. Tallinn, Estonia.
- Fernandez, P. (2004). *Company Valuations Methods. The Most Common Errors In Valuations*. Barcelona, Spain.

- Folger, J. *DCF Analysis: Calculating the Discount Rate*. Allikas: Investopedia: <http://www.investopedia.com/university/dcf/dcf3.asp>
- Folger, J. *DCF Analysis: Coming Up with a Fair Value*. Allikas: Investopedia: <http://www.investopedia.com/university/dcf/dcf4.asp>
- Fusion Media Limited. *Investing.com*. Kasutamise kuupäev: 19. 11 2016. a., allikas Germany 10-Year Bond Yield: <http://www.investing.com/rates-bonds/germany-10-year-bond-yield>
- GlobeNewswire. (23. 03 2017. a.). *Tallinna Kaubamaja Grupp AS korralise üldkoosoleku otsused 23.03.2017*. Allikas: GlobeNewswire: <https://globenewswire.com/news-release/2017/03/23/943471/0/et/Tallinna-Kaubamaja-Grupp-AS-korralise-uldkoosoleku-otsused-23-03-2017.html>
- Investment agency. (22. 09 2014. a.). *Hinda ise oma ettevõtet*. Allikas: Investment agency: [http://www.agency.ee/artikkel/hinda\\_ise\\_oma\\_ettevotet](http://www.agency.ee/artikkel/hinda_ise_oma_ettevotet)
- Juhkam, A. (28. August 2014. a.). *Ettevõtte väärtuse hindamine – I*. Allikas: Oasis Capital: <http://oasiscapital.ee/ettevotte-vaartuse-hindamine-i/>
- Katkosild, E. (22. 09 2014. a.). *Hinda ise oma ettevõtet*. Allikas: Investment Agency OÜ: [http://www.agency.ee/artikkel/hinda\\_ise\\_oma\\_ettevotet](http://www.agency.ee/artikkel/hinda_ise_oma_ettevotet)
- Kert, E. (2007). Väärtpaberite fundamentaalne analüüs. rmt: Äripäev, *Investeerimise teejuht* (lk 159-170). Tallinn.
- Konkurentsiamet. (2016). Juhend 2016.a kaalutud keskmise kapitali hinna arvutamiseks. Tallinn, Harjumaa, Eesti.
- Lemmi Kann, A. J. (07. 04 2010. a.). *Kuidas hinnatakse ettevõtte väärtust?* Allikas: Raamatupidaja.ee: <http://www.raamatupidaja.ee/uudised/2010/04/07/kuidas-hinnatakse-ettevotte-vaartust>
- Lepasalu, M. (29. 03 2006. a.). *Ettevõtte väärtusloome hindamise mudelid*. Allikas: Äripäev: <http://www.aripaev.ee/uudised/2006/03/28/ettevotte-vaartusloome-hindamise-mudelid>
- McClure, B. (20. 09 2014. a.). *DCF Analysis: Forecasting Free Cash Flows*. Allikas: Investopedia: <http://www.investopedia.com/university/dcf/>
- Nasdaq Baltic. *Tallinna Kaubamaja Grupp*. Allikas: Nasdaq Baltic: <http://market.ee.omxgroup.com/market/?instrument=EE0000001105&list=2&pg=details&tab=company>
- Organisation for Economic. (2017). *Long-term interest rates*. Kasutamise kuupäev: 19. 11 2016. a., allikas OECD: <https://data.oecd.org/interest/long-term-interest-rates.htm>
- Pisang, S. (2007). Väärtpaberite tehniline analüüs. rmt: Äripäev, *Investeerimise teejuht* (lk 171-184). Tallinn.
- Rahandusministeerium. (2016). *Majandusprognosid*. Allikas: <http://www.fin.ee/majanduse-kasvuvedur-on-endiselt-sisenoudlus>

- Reuters. (2017). *Tallinna Kaubamaja Grupp AS*. Allikas: Reuters:  
<http://www.reuters.com/finance/stocks/financialHighlights?symbol=TKM1T.TL>
- Sander, P. (2011). Diskonteerimismäärade Leidmine Riiklikele Investeeringiprojektidele Eesti Riigi Kinnisvara Näitel. Tartu, Estonia.
- Stamberg, P. (22. 03 2002. a.). *Suhtarvud abiks aktsiate valikul*. Allikas: Äripäev:  
<http://www.aripaev.ee/uudised/2002/03/21/suhtarvud-abiks-aktsiate-valikul>
- Stephen Ross, R. W. (2012). *Fundamentals of Corporate Finance Standard Edition, 10th Edition*. McGraw-Hill Education.
- Stern School of Business. *Dividen Discount Model*. Allikas: Stern School of Business Web site:  
<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/valn2ed/ch13.pdf>
- Tallinna Kaubamaja Grupp AS . (2017). *Tallinna Kaubamaja Grupp AS Konsolideeritud aastaaruanne 2016. (2017 a)*. Tallinn: Tallinna Kaubamaja Grupp AS .
- Tallinna Kaubamaja Grupp AS. *Tallinna Kaubamaja Grupist. (2016 a)*. Allikas: Tallinna Kaubamaja Grupp: <http://www.tkmgroup.ee/investor/tallinna-kaubamaja-grupp>
- Tallinna Kaubamaja Grupp. *Tallinna Kaubamaja Grupp AS hea äritava. (2016 b)*. Allikas: Tallinna Kaubamaja Grupp: <http://www.tkmgroup.ee/investor/tallinna-kaubamaja-grupp-hea-aritava>
- Tim Koller, M. G. (2010). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies, University Edition*. John Wiley & Sons.
- Vallistu, V. (2. 12 2015. a.). *Kuidas Hinnata Ettevõtte Väärtust?* Allikas: Fundwise:  
<https://fundwise.me/et/blogi/kuidas-hinnata-ettevotte-vaartust>
- Valuation Academy. *Industry Specific Multiples*. Allikas: Valuation Academy:  
<http://valuationacademy.com/industry-specific-multiples/>
- Wärnelid, R. (31. 01 2011. a.). *Terminal value calculations in a financial model*. Allikas: Corality: <http://www.corality.com/tutorials/estimating-terminal-value>

## **SUMMARY**

### **AS Tallinna Kaubamaja Group fair value assessment**

Martin Vomm

Company valuation is very popular and actual issue among investors and other persons, who would like to own company shares. The reason of why company valuation is so necessary consists of opportunity to find fair value of company, which can give to investor's clear review about valuated company and can help make better solution according to shares buying.

The main aim of this graduation paper to value NASDAQ Tallinn listed AS Tallinna Kaubamaja Group. Based on discounted cash flow method (DCF) and financial ratios comparison analysis between of enterprise and sector.

The reason of choosing this subject is author personal interest in this subject. The purpose of this work is to find the fair value of Tallinna Kaubamaja Group using DCF method and financial ratios comparison analysis.

The graduation paper is divided into two parts; first part is theoretical part, which gives overview of this enterprise and using method, which help to find the fair value of Tallinna Kaubamaja Group. Second part is practical part, which describes the process of the fair value finding by using DCF method and financial ratios comparison analysis.

DCF method is very useful to evaluate the attractiveness of an investment opportunity. In addition, this method could be helpful to reduce the short-term noise, for example from market volatility. One of the most important aim of DCF method to evaluate the potential for investment. Usually, DCF method uses future free cash flow projections and discounts them to arrive at a present value estimate.

After using and analyzing with DCF method, the author made a conclusion, that the fair value of Tallinna Kaubamaja Group should be 5,82 EUR per share, which is a 36,74% less than

the close share price of 5.05.2017, which was 9,20 EUR. The total estimated company value is 2369,28 million euros. In addition, for the company value analyzing was used sensitivity analyses, which main purpose was to specify the connection between weight average cost of capital (WACC) and enterprise growth rate.

The second method, which name is financial ratios comparison analysis, shows the difference between researching enterprise and enterprise`s sector. This method is useful for comparison of enterprise`s financial results and sector`s financial stability.

The information, which used for finding the fair value of Tallinna Kaubamaja Group, could be valuable for investors and shareholders in the process of right decision-making. The result of this work could be valuable and useful information for the shareholders of Tallinna Kaubamaja Group. In addition, this graduation paper describes of DCF method and financial ratios comparison analysis using and fair value finding process from theoretical basis to practical using.

## LISAD

### Lisa 1. Tallinna Kaubamaja Grupp AS konsolideeritud kasumiaruanne 2016

mln EUR	2012	2013	2014	2015	2016
Müügitulu	468	499	535	555	598
<i>Käibe muutus</i>	<i>7%</i>	<i>7%</i>	<i>7%</i>	<i>4%</i>	<i>8%</i>
Brutokasum	121	126	133	139	153
EBITDA	38	33	35	42	47
Ärikasum	26	22	24	27	32
Maksueelne kasum	25	21	22	26	31
Puhaskasum	21	18	20	22	26
<i>Puhaskasumi muutus</i>	<i>-3%</i>	<i>-16%</i>	<i>16%</i>	<i>9%</i>	<i>17%</i>
Müügitulu töötaja kohta	0,140	0,140	0,140	0,141	0,147
Brutorentaablus	26%	25%	25%	25%	26%
EBITDA marginaal	8%	7%	6%	8%	8%
Opereerimisrentaablus	6%	5%	4%	5%	5%
Maksueelse kasumi marginaal	5%	4%	4%	5%	5%
Puhasrentaablus	5%	4%	4%	4%	4%
Omakapitali osakaal	51%	51%	51%	52%	52%
Omakapitali tootlus (ROE)	14%	11%	12%	13%	13%
Keskmine töötajate arv	3 335	3 554	3 824	3 946	4 079

Allikas: Tallinna Kaubamaja Grupp AS konsolideeritud majandusaasta aruanne 2016

## Lisa 2. Tallinna Kaubamaja Grupp AS konsolideeritud kasumiaruanne 2011

mln EUR	2011	2010	2009	2008	2007
Müügitulu*	436	413	418	425	383
Käibe kasv	6%	-1 %	-2%	11%	39%
Brutokasum	115	108	91	102	94
EBITDA	36	29	17	24	34
Arikasum	26	19	-10	9	28
Maksueelne kasum	25	17	-12	7	27
Puhaskasum	22	17	-13	5	26
Puhaskasumi muutus	29%	232%	-337%	-80%	50%
Müügitulu töötaja kohta	0,143	0,130	0,113	0,115	0,135
Brutorentaablus	26%	26%	22%	24%	25%
EBITDA marginaal	8%	7%	4%	6%	9%
Opereerimisrentaablus	6%	5%	-2%	2%	7%
Maksueelse kasumi marginaal	6%	4%	-3%	2%	7%
Puhasrentaablus	5%	4%	-3%	1%	7%
Omakapitali osakaal	53%	50%	41%	42%	57%
Omakapitali tootlus (ROE)	16%	14%	-11%	4%	26%
Varade tootlus (ROA)	8%	6%	-5%	2%	14%
Maksevõime kordaja	1,1	1,0	0,9	0,9	1,0
Võlakordaja	0,5	0,5	0,6	0,6	0,4
Varude käibekiirus	10,4	10,5	10,6	8,5	15,3
Keskmine töötajate arv	3 059	3 184	3 695	3 703	2 833

Allikas: Tallinna Kaubamaja Grupp AS konsolideeritud majandusaasta aruanne 2011